
A revolução cultural no mercado acionário

Graciano Sá

RESUMO

Na leitura do movimento disciplinar *law and economics*, a governança corporativa do país, a ficção da indispensabilidade do agente controlador, a doutrina do rendimento justo e o padrão de distribuição de renda são expressões de uma mesma escolha social. A escolha reforça ou enfraquece a assimetria da informação entre o agente controlador e o principal não-controlador da grande empresa por ações, torna permanente ou ameaça o domínio político do agente controlador, contribui para que todos sejamos acionistas ou apenas uma parte de nós, e confere ao capital próprio um rendimento tutelado pelo estamento controlador ou um rendimento definido nas regras do mercado. A escolha reside na história e na cultura dos negócios de uma comunidade, em especial pela forma como a comunidade resolveu o conflito entre a lei e a liberdade com o emprego do tribunal e do mercado no arbitramento das disputas entre os acionistas. Onde o mercado de controle corporativo for inibido pela ação do direito positivo, o mercado acionário não pode ser competitivo, dando espaço para o desvio moral do agente controlador na alocação dos investimentos. Os estereótipos de governança tutelada e de mercado, que sintetizam o conflito entre lei e liberdade na distribuição da renda empresarial, convergem na economia global de maneira funcional, contratual e formal, porém apenas a última realiza uma revolução cultural nas atitudes dos investidores. Neste artigo, explica-se a revolução cultural prometida aos investidores brasileiros no mercado acionário e aponta-se na direção que levaria a governança tutelada brasileira para uma governança de mercado.

O autor agradece aos dois Avaliadores *Ad Hoc* pelos seus comentários.

Recebido em 22/novembro/2002
Aprovado em 16/abril/2003

Palavras-chave: teoria da empresa, sistema legal, governança corporativa, mercado de controle corporativo.

1. INTRODUÇÃO

A grande empresa por ações, a empresa aberta ou *corporation*, não é só um fenômeno econômico e tecnológico, é também político. O plano político ocu-

Graciano Sá, Engenheiro Civil e Mecânico Eletricista pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Engenheiro de Produção pela Universidade de São Paulo, Mestre em Ciências e Doutor em *Management* pelo *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), foi Professor da Escola de Engenharia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro e da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro.
E-mail: graciano.sa@alum.mit.edu

pa-se da arquitetura das instituições para conservar o valor de controle da empresa nas mãos de quem o detenha num dado instante. A geração e a distribuição do valor da empresa sob o mando de um poder são o tema de uma teoria política da empresa, porém essa teoria depende da realidade de um tempo e um lugar e, no geral, carece de aplicabilidade a outros tempos e lugares. Existe uma primitiva escolha social que delinea, como um divisor de águas, a teoria política da empresa no plano maior da escolha da liderança que levará a comunidade a maior bem-estar. A escolha revela a polarização das pessoas pelas opções contrárias em favor do líder soberano ou da livre ação individual, e negocia um compromisso entre lei ou liberdade, direito positivo ou consensual, autarquia ou mercado. Em decorrência dessa primitiva preferência, por razões políticas o agente controlador da empresa aberta torna-se permanente ou é ameaçado pelo mercado; uma comunidade estimula o aparecimento de muitos acionistas ou condiciona-os ao isolamento de pequenos grupos sociais; o mercado defende o valor das empresas ou o desdenha; o capital merece um rendimento de mercado ou recebe um rendimento **justo**; a informação assimétrica é nutrida como uma virtude para os negócios ou enfraquecida pela demanda de muitos investidores; e assim por diante. Cabe aos historiadores explicar que fenômenos deflagraram opções nitidamente opostas em diferentes países. Todavia, esses mesmos fenômenos estão na origem das escolhas de americanos, europeus e asiáticos sobre o papel da empresa aberta e dos mercados de capitais no desenvolvimento dos países. O comportamento político da *corporation* do mundo anglo-saxão está em sintonia com a teoria econômica da empresa, pois são realizações do esforço intelectual da mesma gente. No resto do mundo capitalista, ao contrário, a teoria política da empresa aberta está em desarmonia com a lógica econômica, porque os fundamentos dessa lógica dependem do mercado e só resistem ao teste empírico do mundo anglo-saxão. Entre europeus continentais e asiáticos o comportamento da grande empresa aberta obedece, com efeito, a uma ordem de idéias avessa à liberdade dos mercados. Contudo, o que surpreende no ambiente político desses países, visivelmente preocupado com a conservação do valor de controle da empresa aberta no domínio de uma autoridade absoluta, é a dissimulação do discurso com que procura explicar a utilidade desse poder central para ampliar o bem-estar coletivo. Fixe-se, para explorar essa argumentação, no exemplo brasileiro. Os brasileiros, desde a nação colonial, foram levados a crer que o soberano e o direito positivo seriam bastantes para conduzi-los ao bem-estar nacional e transportaram essa concepção para a ordem política da grande empresa por ações. A peça marcante dessa escolha é o anteprojeto dos juristas José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho para a lei das sociedades anônimas brasileira de 1976, no qual as idéias que confirmam a vantagem de um poder central na ampliação do valor das empresas estão solidamente implantadas. O anteprojeto da lei brasileira teve o propósito de impulsionar o desenvolvimento do

país através de um mercado primário de ações e revestiu a iniciativa da retórica de que se empreenderia uma revolução cultural nas práticas de comércio acionário. O exemplo mostra a desconexão da teoria política com a teoria econômica, porque defende a vantagem de o controle da empresa ficar sob o domínio invencível do agente controlador para aumentar o valor da empresa com uma argumentação que a lógica econômica contrapõe. Entender a natureza da disfunção de uma teoria econômica apoiada em preceitos universais, como a racionalidade das pessoas, com uma ordem política engendrada no direito positivo para a conservação do poder, é importante para explicar-se o comportamento da grande empresa por ações. Neste artigo, discute-se a revolução cultural no mercado acionário brasileiro como um tema de fundo para o exame da contribuição das primitivas opções contrárias de lei e liberdade, direito positivo e consensual, poder absoluto e mercado, na sua consecução, e daí explorar o terreno normativo do significado da palavra revolução.

2. A DOCTRINA DO RENDIMENTO JUSTO ⁽¹⁾

No anteprojeto da lei, Bulhões Pedreira e Lamy Filho não trabalharam sobre um deserto de idéias na teoria da empresa, pois muito havia no que se louvarem. Em 1976, mais de 15 anos decorriam das publicações de Franco Modigliani e Merton Miller sobre a irrelevância da política de dividendos e da estrutura do capital no valor da empresa, quase 40 anos haviam passado do artigo de Ronald Coase sobre a natureza da firma, Henry Manne descrevera o mercado de controle corporativo dez anos antes, e muitas décadas transcorreram com Frank Knight e Kenneth Arrow escrevendo sobre a economia do desvio moral. Todavia, a referência que impressionou os juristas brasileiros sobre a economia da empresa aberta foi, sem causar surpresa, a controversa obra de 1932 do advogado Adolph Berle e do economista Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property* (BERLE & MEANS, 1967 [1932]), com a qual entraram para a história debatendo a “dissolução do átomo da propriedade” nas faces separadas do controle e da propriedade beneficiada. Coase, Knight, Arrow e outros economistas estavam acima de Berle e Means na elucidação dos fenômenos que movem o comportamento empresarial nos mercados acionários, mas poucos sabiam isso em 1976. Em retrospecto, por mais que os juristas e seus auxiliares estivessem atentos a essas realizações da microeconomia, a cultura empresarial brasileira não permitiria que alguém tirasse dali a inspiração para promover uma revolução cultural no mercado acionário. O Brasil é um país que segue a linha francesa do *civil law* no direito corporativo e pertence a uma ampla comunidade cujo fundamento cultural reveste uma trincheira legal infensa ao espírito da liberdade contido na idéia de mercado.

A separação de classes dirigentes e não-dirigentes e seus efeitos na distribuição do valor da empresa não era novidade para Berle e Means. Diversos autores a haviam enunciado, em

especial Adam Smith num muito citado parágrafo da *Riqueza das Nações* (SMITH, 1952 [1776], p.323). Berle e Means, entretanto, rerepresentaram-na no palco da *corporation* tendo como protagonistas os acionistas controladores e não-controladores, para dizer que o fenômeno da separação da propriedade e do controle era algo surpreendente, de grandes implicações na distribuição do valor da empresa e na sua eficiência. O texto pregava uma resposta à “pressão social e legal” do problema da distribuição do lucro da empresa aberta, que ficara sem dono esclarecido entre ser dos controladores ou dos não-controladores (BERLE & MEANS, 1967 [1932], p.293). A disposição intervencionista de resolvê-la no direito positivo foi bem recebida naqueles tempos atormentados do *crash* da Bolsa, principalmente entre mestres de direito e advogados, e o livro influenciou na legislação federal americana dos mercados acionários de 1933 e 1934, sobretudo no capítulo da transparência.

“As pessoas são mais críticas daquilo que não querem ouvir do que daquilo que julgam agradável ouvir” foi o comentário de economistas que não deram importância ao texto pela forma como tratou o conflito da propriedade e do controle fora da teoria econômica (STIGLER & FRIEDLAND, 1983). Desconsiderando que a solução do problema estivesse no mercado, as páginas finais do *The Modern Corporation and Private Property* (BERLE & MEANS (1967 [1932])) percorrem um caminho difícil até revelarem a proposta dos autores. Berle e Means argumentaram que seria contraproducente empregar a lógica tradicional da propriedade para distribuir os lucros da empresa aberta, beneficiando quem não se empenhara pelo lucro só por ser proprietário. Ademais, era sabido que o tribunal americano se pautava na doutrina do *business judgement rule* para devolver uma causa ao mercado, evitando a condenação de dirigentes expropriadores, se tivesse de envolver-se em questões em que seria difícil discernir o direito das partes. O raciocínio de Berle e Means levava para a confirmação da lógica tradicional do lucro, em que o lucro é de quem o faz. Entretanto, não sendo certo dar ao acionista controlador o lucro inteiro, pelo mérito de sua isolada labuta com o dinheiro dos outros, a solução estaria em adotar a doutrina do rendimento justo como resposta ao impasse da distribuição. Por essa doutrina, o acionista não-controlador receberia a parte **justa** do lucro determinada pelo controlador à luz do direito positivo, e o agente controlador ficaria com o resto, com o estímulo de produzir mais e redimir a sociedade. Virtualmente, ninguém mais se lembra de Berle e Means pela tese do “rendimento justo”. No entanto, quem examinar o conteúdo doutrinário da lei das sociedades anônimas brasileira vai concluir que a pregação dessa insólita doutrina está ali vestida como uma luva para distribuir o valor das empresas abertas brasileiras depois de pagos os credores, e não precisará procurar outras razões para a enfermidade do mercado acionário que foi desenvolvido. Um mercado de capitais funda-se na doutrina da propriedade, em que a renda da propriedade, positiva ou negativa, é integralmente de quem a tem, e sucumbe a uma contradição se permitir que um

poder estranho tenha a faculdade de determinar a renda **justa** para ficar com o resto.

3. A ESTRUTURA DA PROPRIEDADE EMPRESARIAL

Onde as instituições seguem a lógica do mercado, a estrutura da propriedade empresarial encontra um equilíbrio na preferência dos investidores pelo risco. A empresa cresce pelo sucesso nos mercados de produtos e fatores de forma assíncrona com a riqueza dos fundadores e, em algum momento, torna-se aberta porque não há riqueza nos fundadores para financiar o crescimento. No auge da expansão, a riqueza de uma pequena parte vale muito e o controle do conjunto pode ser havido cada vez mais com uma parte cada vez menor. Financiar o crescimento com novos sócios e, ultimamente, ceder o controle é incorrer no custo do agenciamento dos controladores na expropriação dos não-controladores. No entanto, quanto mais rica a empresa, maior o risco de se conservar uma parte proprietária de mais valor, em vez de diversificá-la em carteiras de outros ativos. Assim, a empresa encontra a estrutura proprietária de equilíbrio quando o risco de o investidor conservar uma parte for neutralizado pelo custo do agenciamento do controlador. Dentro dessa ordem de idéias, 37% do controle acionário de 500 empresas selecionadas em amplos setores da economia americana pertenciam aos 20 maiores acionistas no início dos anos de 1980, panorama que deve ser atual diante da importância mais recente dos fundos institucionais na economia americana (DEMSETZ & LEHN, 1985). A estrutura da propriedade empresarial no resto do mundo é muito diferente. Por circunstâncias políticas, o lugar-comum da propriedade empresarial na maior parte do planeta é a concentração do controle nas mãos de impérios familiares, agências do Estado e aglomerados financeiros (LaPORTA, LOPEZ-DE-SILANES & SHLEIFER, 1999). Na grande média mundial, a pregação da doutrina do rendimento justo é uma consequência da concentração da propriedade empresarial em regimes virtualmente inexpugnáveis. Bolsas em Frankfurt e Tóquio funcionam mal como em São Paulo porque a concentração do poder controlador e a gratificação do rendimento **justo** tiram a visibilidade do valor de controle das empresas e impedem que os preços dos papéis levem a uma eficiente distribuição dos recursos dos investidores. É inarredável a conclusão de que o confronto do poder expropriador do controle e do poder proprietário do acionista se resolveu diferentemente entre países, por razões da história e da cultura das sociedades na assimilação de um conflito mais amplo entre a liberdade e a lei.

4. LEI E LIBERDADE

“Parece que o destino da liberdade do indivíduo reside, no presente, mais nos economistas do que nos juristas e cientistas políticos” (LEONI, 1991 [1961], p.3)⁽²⁾. Liberdade, tanto quan-

to mercado, democracia e direito, é uma idéia que serve a diferentes propósitos, pois nada há que as pessoas possam objetivamente apontar para exemplificar o que dizem. Como ausência de coação, a liberdade sofre a contradição de que se existe para alguém é porque coíbe outrem. Os defensores do livre mercado dizem-no **livre** porque estipularam as condições institucionais que restringem o estatismo e a centralização. Assim, talvez se deva dizer o que é a liberdade pelas preferências de uma maioria de pessoas em cada modelo de convivência. Contudo, se isso for feito advogando o sufrágio da maioria, ingressar-se-á em novas dificuldades, porque serão muitos para levantar os braços numa manifestação pública de preferências e terão de escolher os **legítimos representantes** que, em menor número, escolherão pelos demais. E o que eles tiverem escolhido será democrático, mas pode não ter sido o que se teria escolhido e, assim, interferem na nossa liberdade. Se o destino da liberdade está mais com os economistas do que com os juristas é porque existe uma distinção no papel social de uns e outros na evolução da liberdade e da lei civil⁽³⁾. O *rule of law* saxão tanto quanto o primitivo direito civil romano expressavam o anseio de liberdade num contrato social em que todos seriam tratados de forma igual. Regras claras para todos e regras estáveis para que todos pudessem planejar suas vidas sem sobressaltos sempre estiveram no fundamento da liberdade na lei. A idéia do *rule of law* evoluiu na lei consuetudinária, e a do direito civil romano na lei escrita, mas, na progressão dessas formas de exposição de regras sociais, o direito positivo escrito passou, em todos os países, a exercer um terrível domínio sobre a atuação dos **legítimos representantes**, pois deulhes o poder de **plasmar o futuro** comunitário sem aguardar que o costume expressasse um consenso. O direito positivo destruiu o sentido de liberdade do *rule of law*, porque as regras ficaram minuciosas e instáveis, o ambiente juridicamente inseguro, as pessoas perderam a condição de planejar suas vidas perante o sobressalto de as regras poderem mudar e, com o tempo, as regras perderam a clareza. O centralismo econômico e a intervenção nos mercados abraçaram o direito positivo como uma necessidade, ou não poderiam se impor por não serem comunitários, enquanto a liberdade dos mercados perdeu substância nas complexidades econômica e social dos tempos modernos. O andamento desse estado de coisas foi diferente no *common law* e no *civil law*. “Existe mais do que uma analogia entre uma economia de mercado e uma lei consuetudinária tanto quanto existe mais do que uma analogia entre uma economia planificada e o direito positivo” (LEONI, 1991, p.23). Esses são os pólos em que estão o mercado e os economistas, e os tribunais e juristas. No geral, não falam a mesma língua nem estudam os recíprocos pontos de vista. Buscam o refúgio de idéias que expressam em palavras de significação confinada em cada mundo. *Company, corporation e partnership* são diferentes de *société, corporation, sociedade e corporação*, mas isso é apenas parte do abismo a transpor. A *société* do *civil law* francês, da qual verte o direito brasileiro das sociedades, é uma

instituição concedida pelo Estado para a fruição de poder e prestígio, cumprindo, em troca, que assuma amplas responsabilidades sociais, enquanto a *company* inglesa e a *corporation* americana, pragmaticamente, são nexos de contratos entre particulares voltados para a colheita do capital na exploração econômica. Assim, quando se diz que o dirigente controlador tem o dever fiduciário de trabalhar no melhor interesse da empresa, fala-se de coisas distintas em um e outro domínio legal (FOSTER, 2000).

O progresso da ciência social depende da complementaridade do tribunal e do mercado na organização da sociedade, mas enfrenta as diferenças ideológicas dessa dualidade estado-instituição-autoridade e indivíduo-contrato-liberdade. A consequência é que se acentuam as tensões entre a economia e o direito no mundo global. O comércio e a indústria pedem que os países encontrem o denominador comum das leis, que digam o que é a **empresa**, pois as diferenças de linguagem que empregam não a vêem da mesma forma e isso afeta a distribuição do valor da empresa entre os participantes. O lugar comum desse enfrentamento de jurisdições é, claramente, um sistema legal e econômico que não iniba a competitividade das empresas em um país e atraia investidores de outros países. A governança corporativa, difundida pelos fundos institucionais americanos como um conceito associado ao de empresa enquanto um nexo de contratos, enfrenta resistências de assimilação no *civil law* europeu tão díspares são as noções de que a empresa sirva primeiro ao acionista, depois ao bem comum, em vez de ao contrário. O jurista brasileiro aparece altaneiro nessa tormenta de fatos novos. Deu-se, no geral, por satisfeito com o que a lei das sociedades recebeu do direito anglo-saxão, que ainda digere com certa irritação⁽⁴⁾. Sobre o comportamento econômico das pessoas, expressa a convicção dos ideais de solidariedade, boa-fé, lealdade e harmonia, e professa o entendimento de que a lei que os fomenta será eficaz por existir. O economista descortina uma realidade diferente, em que o organismo econômico é levado pelo oportunismo, pelo desvio moral e pela carona das pessoas, e afirma que a eficácia da lei é subordinada aos incentivos econômicos que induzir. A lei das sociedades anônimas brasileira é um caso exemplar dessa disfunção, pois o jurista quis que a lei fosse eficaz em formar um mercado primário de ações, e presumiu-a eficaz por existir. Todavia, no investidor que leu a mensagem do rendimento justo, a lei despertou o incentivo de que devia sumir. Se não somos todos acionistas é porque a lei que tencionava transformar-nos em acionistas inibiu a transformação, tanto que a ninguém de juízo parecerá razoável destinar a poupança para um investimento de risco em que outrem determine o rendimento. E como não somos todos acionistas, não podemos louvar o lucro das empresas como uma virtude de alcance social. A realidade do jurista frustrou-se por estar assentada em incentivos econômicos que a ela se opunham.

A vocação do direito positivo tornou-se natural entre pessoas predestinadas a serem os arquitetos de uma nova ordem.

Lamy Filho & Bulhões Pedreira (1995, p.201) citam palavras veementes: “A finalidade de uma reforma legislativa não consiste na tola racionalização do passado ou na pedante projeção de teorias próprias de épocas superadas. Se o direito deve ser encarado no mais amplo contexto cultural de uma nação em movimento acelerado o jurista-legislador tem de projetar o futuro com esquemas e mecanismos que não se encontram no passado, preparando os quadros da sociedade de amanhã”. Se tiver de ser assim, a sociedade conferiu aos **legítimos representantes** uma responsabilidade muito além de suas frágeis condições humanas. O tempo veio mostrar que a vocação de **plasmar futuros** em nosso meio espelhou-se no centralismo imperial que nos assombra desde o tempo colonial, por influência de uma cultura nutrida na erudição européia da autoridade do soberano, possuidor de virtudes sobrenaturais, melhores do que a liberdade individual. O que desperta curiosidade nessa manifestação social que observa o soberano com poderes extraterrenos para resolver problemas é a confluência das ideologias contrárias que a abraçam por igual, pregando coisas diferentes. A esquerda política admira o Estado soberano com poderes sobre o indivíduo na busca do bem-estar social, enquanto a direita reverencia o controlador soberano das grandes empresas com poderes sobre o acionista para dizer qual foi o lucro, e isso se prefere, presumivelmente, porque um poder controlador, logo que constituído, adquire qualidades schumpeterianas que ninguém mais tem. A concentração da renda de um país e o mau funcionamento do mercado acionário são o mesmo fenômeno. A solução da distribuição da renda está, em grande parte, no bom funcionamento do mercado de capitais.

5. A PROTEÇÃO DOS MERCADOS NA LEI

É um truísmo dizer que os mercados têm de ser protegidos pelo direito. Um mercado antes de ser um espaço de trocas é um espaço de contratos, assim pelo menos as leis de contratos têm de precedê-lo. Os economistas desejam do direito positivo o incentivo à liberdade de oportunidades e o desincentivo ao desvio moral porque contemplam Adam Smith. A lição da **mão invisível** resume-se em que as pessoas respondem a incentivos. Não surpreende, portanto, que as leis antitruste em mercados de produtos e de transparência em mercados de títulos tenham sido estimuladas pela lógica econômica. Claramente, nenhum país deixará às livres forças da natureza o funcionamento dos mercados, porque as pretensões expropriadoras dos agentes controladores seriam ali levadas ao paroxismo.

Economistas empíricos tiram dessa observação a conclusão de que a excelência do funcionamento dos mercados financeiros mundiais está associada à qualidade do sistema legal de proteção dos investidores em cada lugar para inibir a **tecnologia da expropriação**. Nessa linha de pensamento, a qualidade da governança corporativa dos países é separável pelo exame dos sistemas legais, pois que deles deriva inequivocamente (LaPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER &

VISHNY, 1999). Essa conclusão atribui ao sistema legal uma responsabilidade incomum, que talvez nunca tivesse tido, porque os economistas empíricos, em farta leitura, asseguram, em seguida, que existe uma conexão em linha reta entre a qualidade do sistema financeiro e o crescimento econômico dos países, como se nenhum outro elemento, como cultura, tradição, religião, língua, geografia ou história, pudesse ser superveniente na correlação (LEVINE, 1997). Do truísmo de que lei precede mercado, vai-se fácil para a conclusão de que quanto mais leis, melhores os mercados e talvez maior o crescimento econômico. As leis de contratos, as das sociedades e falências, de poder conferido a agências reguladoras, do sistema contábil, de direitos de acionistas e classes de títulos societários, entre outros tantos dispositivos, fazem o leito de um amplo contrato social para a condução dos negócios e o funcionamento dos mercados, tornando difícil distinguir, no processo de evolução desses dispositivos, se o ingrediente ativo do direito positivo, ou o reativo dos mercados, para a executoriedade (*law enforcement*) das cláusulas sociais terá sido o mais importante. Todavia, a tese da estreita correlação entre a qualidade das regras de proteção do investidor no direito positivo e a excelência do funcionamento do mercado de capitais, e por via de consequência do desenvolvimento do país, é antiga, num amplo quadro acadêmico que insinua que o mercado funciona bem quando é amparado em leis **fortes**. Os empíricos apontam para os Estados Unidos para corroborar essa tese, e precisamente nesse exemplo se equivocam.

O argumento que usam segue a lógica de que os mercados acionários funcionam pior onde o controle empresarial é concentrado, como acontece, em geral, em países de instituições fracas, principalmente no sistema legal. Neles, consoante o argumento, o controle concentrado da empresa é uma defesa armada pelos fundadores para se prevenirem da ordem legal enfraquecida que poderia expropriá-los de suas propriedades (LaPORTA *et al.*, 1996; LaPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, & SHLEIFER, 1999). No entanto, a associação entre a competitividade dos mercados acionários e a eficácia do direito positivo nos Estados Unidos não resiste aos historiadores. Os fundamentos comunais da sociedade americana recusaram a concentração empresarial no seio de interesses financeiros e fragmentaram o sistema federativo bancário americano para incapacitá-lo de financiar a *corporation*. Não fosse essa uma preferência populista americana, os sistemas capitalistas americano, europeu e japonês teriam diferenças inexpressivas. Sem o recurso de um sistema financeiro financiador de empresas, o empreendedor americano voltou-se aos seus comuns, os outros indivíduos e seus lares, e convidou-os a serem sócios. O fenômeno do *manager* como uma classe especial de dirigentes de empresas entre os americanos é uma decorrência de terem preenchido um vazio na direção das companhias. Os *managers* foram preferidos para liderar amplos interesses empresariais por serem menos conspícuos do que os magnatas preteridos (ROE, 1990). O direito positivo de origem estadual

e federal de proteção dos acionistas nos mercados de capitais americanos veio, pois, na seqüência, e complementarmente, a essas forças culturais e bastantes para justificar a competitividade como uma tônica do ambiente. A lógica de que um mercado de capitais competitivo emerge da força do direito positivo não procede. Os países de instituições fracas possuem imensas concentrações na propriedade empresarial, não em premonição de decisões de um sistema legal deficiente, mas porque decisões em tribunais são **fácil presa** de influências políticas onde as instituições forem fracas e, assim, favorecem a concentração do poder e debilitam mais as instituições.

É estarrecedora a noção de que um mercado acionário depende de um direito positivo voltado para a proteção do acionista, estendendo-se além do incentivo que deve dar à igualdade de oportunidades, ou seja, a noção de que o direito positivo tem o condão de criar um mercado acionário, realizando uma revolução cultural de “símbolos e idéias, crenças, normas e valores” (LAMY FILHO & BULHÕES PEDREIRA, 1995, p.150) na atitude dos investidores, tudo em uma peça de 300 artigos contendo concepções econômicas equivocadas e um manual de contabilidade. É quase unânime entre empresários, juristas e autoridades o entendimento de que a lei brasileira de mercado de capitais é **boa** e talvez o adjetivo signifique que melhor não há como fazer com o fito de espalhar o risco da comunidade, atrair a poupança de investidores e defender o valor das empresas. Contudo, se o mercado é o análogo da liberdade, como uma lei que prega o mercado pode estender-se além dos incentivos que a façam prosperar? Uma lei de mercado que transcenda o desígnio da liberdade incorre na contradição de postular o mercado acionário, mas admirar o tribunal para enfrentar dissensões entre sócios de empresas abertas. No mercado acionário, quando alguém diz vende, depõe um voto de condenação, e quando diz compra, um de aprovação, e as dissensões são resolvidas pelo intercurso das opiniões de grande número de pessoas. Na sensatez desse equilíbrio de forças em contraposição à sentença de um juiz, resta a inspiração da doutrina do *business judgement rule* de o tribunal devolver ao mercado a causa que não se sentir confortável para julgar⁽⁵⁾. Nenhuma lei de mercado de capitais pode ser boa se difundir idéias que se projetem além da igualdade de oportunidades para conspirar contra a propriedade. Para entender o que isso significa, veja-se as razões que impedem a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), tanto quanto as Bolsas de Frankfurt e Tóquio, de funcionarem como a de Nova York.

6. O VALOR DE CONTROLE

O valor de controle de uma empresa é aquilo que alguém paga pelas ações de um bloco controlador de ações em excesso ao valor presente dos dividendos que contiver. Formalmente, é um ativo financeiro que faculta o detentor a usar, com ampla liberdade, os ativos reais da empresa. Por havê-lo pago ou herdado, o controlador acredita que o investimento no controle é

de mais ninguém e que não deve ser ressarcido com dividendos, pois subsidiaria os acionistas não-controladores que nada pagaram ou herdaram. Para remunerar o capital do controle, o agente controlador expropria o principal não-controlador nos haveres do contrato da relação principal-agente que ambos subscreveram⁽⁶⁾. Isso torna o valor de controle de uma companhia o preço que alguém está disposto a pagar para firmar o contrato da expropriação futura dos não-controladores, na exata medida do valor presente daquela expropriação (SÁ, 2001, p.164). Acadêmicos alimentam noções diferentes dessa realidade econômica dizendo, por exemplo, que o ágio de controle é devido a “sinergias” ou aos lucros futuros da empresa. No entanto, se alguém quer o controle, o quer por poder político, e as sinergias, além de pretexto, raramente se provam existir. E, claramente, o valor de controle nunca é devido aos lucros futuros **da empresa**, mas à parte daqueles lucros que for apenas para o bolso do controlador e, se possível, aparecer em lugar nenhum, ou não haveria remuneração ao capital de controle. Para haver a remuneração do controle, os expedientes são variados. Os mais conhecidos são a fraude quase explícita (*looting*), os passivos da empresa contraídos para o controlador, o *management fee* do controlador, a venda dos ativos da empresa para negócios ou prepostos do controlador, a omissão deliberada de desempenho (*shirking*), as vantagens pessoais de toda sorte (*perquisites*) e a expulsão dos não-controladores após uma tomada de controle (*freezeout*) pela recompra de ações a preço baixo. Todas essas avenidas de expropriação têm grande valor para quem quiser o controle. A noção contábil de que o ágio da transação de controle incorpora os lucros futuros **da empresa** leva a uma perversa disfunção da lei fiscal, que atribui àquele ágio a condição análoga de grudar em ativos reais como se fosse um *goodwill* e, assim, a promover uma transferência de renda do contribuinte comum ao novo controlador⁽⁷⁾. As manobras de controladores brasileiros de ativos estatais privatizados residindo em *holdings* sem renda tributável são antológicas na voracidade de haverem do contribuinte uma expressiva parte do montante pago pelo controle, tudo por consequência de existir entre autoridades e acadêmicos o que parece ser o constrangimento de dizer que o valor de controle só se justifica pela materialização em lucros privados do *moral hazard* do agente controlador⁽⁸⁾. A legalidade desse procedimento fiscal é, com efeito, insondável, pois ninguém poderá explicar por que motivo o contribuinte é levado a financiar, em parte expressiva, uma operação de expropriação consentida por partes independentes em um livre contrato de compra e venda. O exame do tema das transações de controle de empresas, principalmente entre acadêmicos americanos, mostra que embora se proponha existir uma associação estreita entre a expropriação do principal não-controlador e o valor de controle, a leitura não confirma que o valor de controle seja o resultado da integral do perfil do desvio moral futuro do agente controlador trazido ao presente, antes insinua que o ágio de controle se justifica nas operações futuras da empresa resultante. Todavia,

essa conclusão é claramente certa, pois o capital próprio (*equity*) só se remunera com dividendos e enquanto existirem não-controladores existirão não-pagantes do capital de controle, sendo inevitável que o dividendo dos controladores, incluindo os benefícios privados, terá de ser maior. Não só a renda da ação controladora tem de ser maior, mas também o seu rendimento, pois é inverossímil que alguém pretenda se dedicar à estressante tarefa de controlar uma companhia para ganhar, por unidade de capital, o que ganharia se comprasse o papel em Bolsa⁽⁹⁾.

O rendimento desigual do agente controlador e do principal não-controlador decorre de uma irrecorrível assimetria de informação inerente aos negócios das empresas e à forma como elas têm de ser dirigidas. É natural apenas entre os que prezam o mercado que a reconciliação dessas diferenças se realize na instância do mercado em vez de que seja imposta no direito positivo. O tribunal americano não se manifesta, no geral, contrariamente à distribuição desigual dos lucros das empresas entre acionistas controladores e não-controladores por reconhecer que uma determinação de igualdade distributiva (*equal sharing*) poderia causar mais mal do que bem. Nos tribunais do *civil law*, entretanto, a tentativa de igualar a distribuição dos lucros na lei, como se ações controladoras e não-controladoras fossem economicamente iguais, ou a de conferir às não-controladoras o rendimento **justo**, é uma intervenção nos mercados, em especial no mercado de controle corporativo, como mecanismo coletivo de solução de disputas. A lógica diria que o valor de controle deveria ser do sócio fundador para incentivar a criação de novas empresas, como arguiram Lamy Filho e Bulhões Pedreira (1995) sem serem ouvidos, ou deveria ser de todos os acionistas da empresa que incorporou outra com o dinheiro de todos eles e não só de alguns⁽¹⁰⁾. Os exemplos de subversão dessa lógica por oportunismo são lugar-comum e revelam que a disputa pelo direito de alguém haver o valor de controle de uma companhia vale muito. Somente o mercado de controle corporativo pode resolver os **direitos** de alguém ao valor de controle das companhias, pois nele só se transaciona o controle das empresas. A presença desse mercado distingue Nova York das Bolsas continentais européias, japonesas e brasileiras, porque nesses outros lugares o mercado de controle corporativo virtualmente não existe.

7. O MERCADO DE CONTROLE CORPORATIVO

No meio anglo-saxão, os elementos construtivos mais visíveis de uma teoria política do valor da empresa são a teoria de agência de Jensen e Meckling (1976) e o mercado de controle corporativo (MANNE, 1965). A primeira explica o valor de controle que a informação assimétrica dos contratos aduz ao preço do agente contratado, o segundo mostra de que maneira, no domínio dos mercados acionários, os acionistas expropriados podem compensar-se da expropriação restabelecendo o equilíbrio político das partes. O mercado de controle corporativo transaciona votos, poder político. A presença do mercado de

controle corporativo é evidência indelével da opção da comunidade pela liberdade individual.

O primitivo gene da governança corporativa de um país reside na resposta a uma pergunta simples: O dirigente ou sócio controlador é indispensável? A resposta afirmativa de brasileiros, europeus e asiáticos à pergunta transpõe a necessidade do controlador enquanto uma instituição, estendendo-se às pessoas. Famílias, agentes do Estado e fundos institucionais são pessoas. Atribuir-lhes a condição de que enriquecem as organizações por serem controladoras é um engano. Como escolha social, o gene da governança faz evolver num país um organismo de regras distributivas que distingue as governanças corporativas no mundo em de mercado (*market centered*) ou de tutela (*bank ou holding centered*)⁽¹¹⁾. O organismo amadurecido acompanha as diferenças do *common law* e do *civil law* nas manifestações que consagram uma cultura de rejeição ou de louvor ao poder soberano. O traço distintivo desses regimes de governança é o revigoreamento ou a obliteração do mercado de controle corporativo complementarmente ao de Bolsa. O mercado de controle corporativo dá valor aos papéis pelos votos e dividendos porque transaciona com a informação completa da empresa. O mercado de Bolsa avalia apenas as rendas visíveis na informação limitada que dispuser sobre a empresa, por isso dá valor aos papéis só pelos dividendos⁽¹²⁾. No regime em que o mercado de controle corporativo for impedido de funcionar, os financiadores não-controladores da empresa ficam impotentes para reverter uma gestão desastrosa da companhia, sinalizada nos preços dos títulos, e tornam-se reféns da qualidade dos controles internos que a empresa tiver, tanto quanto da lealdade dos dirigentes. Se os preços dos papéis forem desdenhados porque não ameaçam a estabilidade dos controladores, as Bolsas de ações não defendem o valor das empresas. A ausência do mercado de controle corporativo em um país passa, então, a ser compensada com a condescendência do **rendimento justo**, para que se dê preço aos papéis por **justiça**. Berle e Means não podiam estar mais errados quando disseram que a doutrina do rendimento justo seria enriquecedora para a empresa por dar ao agente controlador o incentivo do lucro. Quanto maior o valor de controle, maior a indução do controlador de abandonar os sócios à própria sorte, até para vendê-lo ampliado com o declínio da empresa, pois aprendeu a beneficiar-se, por fora, dos lucros em demonstrações financeiras e não tem o estímulo de empenhar-se na busca dos projetos eficientes que a enriquecerão. Isso significa que o agente controlador, por tédio, omissão de desempenho ou outras causas, tende a perder a baliza do custo do capital nas decisões de investimento, e quando declara estar enriquecendo os acionistas, ao dar-lhes dividendos, pode os estar empobrecendo. Uma expansão de riqueza com qualquer lucro não será enriquecimento, no sentido de acréscimo de valor econômico, a menos que a rentabilidade da expansão seja maior do que o custo do capital⁽¹³⁾. Claramente, quanto maior o valor de controle, menor então o valor da empresa.

Por desconhecerem essa realidade, algumas pessoas acreditam que o mercado de controle corporativo é destrutivo da ordem produtiva de uma sociedade perante as conseqüências, algumas vezes traumáticas, da troca de pessoas com posição de mando. No entanto, se o controlador residente de uma companhia pode entregar-se à dissipação dos costumes de gestão e perder a baliza do custo do capital para selecionar os projetos de investimento, um controlador pretendente não tem como incidir nesse erro, pois são muitas as outras oportunidades a seu alcance para o emprego do capital ao custo do capital em diversas condições de risco. Isso significa que, a menos que o controlador pretendente tenha feito mal os cálculos, as transações do mercado de controle corporativo serão enriquecedoras para as partes e para a sociedade em geral. Essa conclusão dá ainda outra dimensão à importância institucional desse mercado para uma comunidade, porque o valor de controle que estimula a ineficiência do uso dos recursos, enquanto aprisionado na empresa, torna-se a mola da eficiência quando disponível no mercado de controle corporativo. Desde a especulação de Henry Manne sobre *mergers* (1965), é muito grande a acumulação de evidência corroborando a tese de que, no geral, as transações de controle são enriquecedoras para a sociedade. A anulação do mercado de controle corporativo, portanto, não só impede que os mercados de rendas (as Bolsas de Valores) sejam competitivos, como também distorce a alocação dos recursos no mundo real. Para entender isso, observe-se a ruína em que estavam as empresas estatais brasileiras que foram privatizadas e o grande valor de controle que por elas foi pago.

No mundo capitalista, entretanto, a maior parte dos países, por razões políticas, não quer que o mercado de controle corporativo prospere, e cada país tem razões para justificar o louvor à autoridade que adotaram em tempos sem fim. Entre os brasileiros, a anulação do mercado de controle corporativo faz-se com requinte. Os **acordos de acionistas**, que a lei das sociedades anônimas consagrou como um direito adquirido, são contratos de concentração do poder político e do valor de controle das empresas abertas no grupo dos concordantes. Os acordos são defendidos por juristas com as justificativas de que nada realizam diferentemente de uma piramidação de *holdings*, têm a virtude de virem a foro, existem em todos os países sob variadas formas e executam um imperativo de segurança jurídica para estabilizar as decisões num quadro em que, como todo mundo sabe, as empresas abertas brasileiras têm controle preconstituído e não há o que discutir. Em regimes de governança de mercado, tais contratos não inibem o mercado de controle corporativo.

O que se está discutindo agora é, fundamentalmente, a idéia que as palavras mercado, consumidor e investidor transmitem a diferentes pessoas. A Constituição brasileira tem seis inserções com a palavra consumidor e nenhuma com a palavra investidor. O constituinte de 1988 teve a noção, só pode ser isso, que investimento e consumo são estados complementares da mesma pessoa e falar em um é estipular o outro. Assim,

quando escreveu na ordem econômica que a lei reprimiria o abuso do poder econômico que visasse à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros, poucos diriam que a palavra mercado, na forma usada, fosse comprometer a estabilidade jurídica das organizações. O tempo veio mostrar, na legislação antitruste de proteção ao consumidor, que na Constituição o **mercado** era apenas o de mercadorias como cervejas e chocolates, pois quando a Brahma comprou a Antarctica, e a Nestlé a Garoto, os membros do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) quiseram ver se aqueles contratos de compra e venda prejudicavam os consumidores. Entretanto, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) não tinha poderes para examinar um contrato que talvez prejudicasse os investidores quando, por exemplo, os acionistas controladores da Usiminas realizaram um acordo de acionistas para afastar das estipulações de controle todos os demais acionistas. No entanto, na expressão constitucional, o acordo da Usiminas, ou qualquer outro de mesmo gênero, visava à dominação do mercado de controle da companhia, eliminando a concorrência ao controle pelos demais acionistas e atribuindo ao grupo controlador o potencial de lucro armazenado no valor de controle da empresa. A CVM não se incorpora ao Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência porque o uso da palavra mercado não a estende ao de votos e aquele órgão deve cumprir a lei e ater-se ao mercado de dividendos. O rompimento da idéia de liberdade do *rule of law* por causa de um minucioso e instável direito positivo enseja o sofisma da segurança jurídica para confirmar, entre nós, a doutrina do rendimento justo e desautorizar a Constituição. Essa dissimulação é, em seguida, adocada com a inserção de **direitos** de acionistas na lei para maquiar o rendimento **justo** conferido a uma classe tutelada de investidores. Lamy Filho & Bulhões Pedreira (1995, p.66-67), em momento especialmente infeliz, disseram que os acionistas brasileiros mereceriam esse tratamento, tanto que, no geral, cumpriam apenas a “subfunção” de quererem só a renda do capital.

8. O RENDIMENTO JUSTO NA LEI BRASILEIRA

As manifestações do **rendimento justo** no direito corporativo brasileiro são: o dividendo obrigatório; o direito de receso; os assentos em conselhos administrativos; o *tag along*; o estranho título da ação preferencial com dividendo 10% maior do que o da ordinária ou ágio de 80% da ordinária controladora, para compensar o portador que, mesmo detendo dois terços do valor de capitalização da empresa, com esse papel está legalmente impedido de ser maioria ou minoria, sendo, pois, coisa alguma; e outras disposições. Quem as quer são grandes investidores, fundos institucionais e famílias controladoras para trocarem entre si as posições de controle em um conjunto empresarial, sem serem importunados pelo comportamento de mercados. Assentos em conselhos administrativos e *tag along* são, por exemplo, enaltecidos como avanços distributivos pe-

los fundos de pensão brasileiros. Contudo, essas reparações de **rendimento justo** carecem de lógica econômica. A noção de que o dividendo obrigatório impede que o acionista perca o valor econômico do papel não tem fundamento e é uma recidiva da velha febre de que “mais vale um pássaro na mão do que dois voando”⁽¹⁴⁾. O dividendo obrigatório é evidência de que não se quer legislar a criação de um mercado, pois um Real de lucros retidos por ação é, necessariamente, um Real de ganho de capital do papel na Bolsa, tanto que dividendos e ganhos de capital somam-se na renda do investidor e essa renda está fixada nos *cashflows* dos ativos reais financiados pela ação. Assim, quem desenhar um mercado acionário com a disposição de impedir, no direito positivo, que o agente controlador fique com a renda do acionista, concebe algo diferente de um mercado, pois o próprio mercado irá punir um controlador delinquente reduzindo o preço do papel para ajustar o rendimento ao risco, e com um papel fraco a empresa perde uma fonte importante de financiamento para expandir. A noção do direito de recesso, outra de nossas justiça, é surpreendente, pois atribui ao acionista da companhia a natureza do reclamante residual de um fundo de investimento que pode resgatar cotas a qualquer tempo sob condições completamente diferentes de risco. A cessão de assentos em conselhos administrativos, como no regime de codeterminação sindical alemão, é uma fonte de custos de agenciamento, uma vez que os assentos são moeda de troca entre os beneficiários do privilégio, em prejuízo da seleção dos investimentos eficientes. A ação preferencial é, por sua vez, a síntese do oportunismo que sanciona a **remuneração justa**. E o *tag along*, restaurado na revisão de outubro de 2001 da lei das sociedades anônimas como uma conquista dos minoritários para consagrar o princípio de que o valor de controle é um ativo corporativo, portanto de todos eles na proporção das suas posses, na realidade só os prejudicará. Importantes famílias empresárias brasileiras aderiram ao redivivo instituto dizendo que reformariam os estatutos para adequá-los à intenção da lei, mas está-se longe do rompimento do controle dessas fortalezas familiares, tornando inócua a disposição da família de aderir. A verdade sobre os efeitos distributivos do *tag along* extrai-se da observação de que nenhum pretendente a controlador pagará pelos votos de controle mais do que uma importância fixa que só ele sabe qual é, e se tiver de diluir essa importância em mais votos do que o necessário, os detentores do controle podem desistir de negociar com o baixo preço oferecido por ação, criando-se o incentivo de preservá-los no lugar⁽¹⁵⁾. A inibição da troca de controladores prejudica os não-controladores, pois é melhor que um controlador, tendente a negociar a sua parte, não seja impedido de ir embora. A remoção de um controlador que não consegue manter o preço dos papéis no nível do rendimento da indústria ou, na hipótese de não existirem papéis de empresas da indústria, do rendimento ajustado pelo risco do capital próprio na empresa, é um desígnio do mercado de controle corporativo e não deve ser obstaculizada com *poison pills* e *tag alongs*⁽¹⁶⁾. A insinuação

de que o *tag along* é um incentivo para atrair investidores, oriunda da crença de que a igualdade de coisas desiguais, como as ações controladoras e não-controladoras, realiza-se por edito, é fútil. Ao ser sancionada em **direito**, a presumida igualdade torna o país o paraíso dos não-controladores e dá aos pretendentes a controladores o incentivo de sumir. Em uma empresa fechada, a estipulação em contrato de nenhum sócio negociar a sua parte sem a solidariedade dos demais é um incentivo à cooperação daquelas partes no objetivo empresarial. A economia da empresa aberta é amparada em outra ordem institucional, fazendo com que a imposição de vínculos solidários em tratativas rescisórias seja insustentável e contraproducente⁽¹⁷⁾.

9. GOVERNANÇA CORPORATIVA E GLOBALIZAÇÃO

Teóricos da organização, como Oliver Williamson, criaram nos anos de 1970 a expressão estrutura de governança para classificar as transações econômicas pelos hábitos estilizados das instituições. Na década de 1980, fixou-se o conceito de governança corporativa (*corporate governance*) no direito corporativo americano para exprimir a idéia do processo institucional que em um lugar regesse o acesso dos financiadores das empresas abertas ao valor da empresa e a forma de os financiadores governarem a sua geração. Governança corporativa traduzia um conceito positivo relativo aos hábitos de uma comunidade, revelando o que os financiadores de empresas ali deveriam esperar para recolher o rendimento do capital. Organizações civis, fundos de pensão e ativistas do mercado empregaram o conceito para divulgar a doutrina do rendimento de mercado consoante a lógica tradicional da propriedade, de forma a influir para que sócios controladores e dirigentes empresariais se ativessem às responsabilidades fiduciárias dos seus contratos de gestão. A expressão transpôs, então, a fronteira de uma idéia positiva para tornar-se normativa, como quando, vulgarmente, se diz que uma empresa tem boa governança e outra não, e as noções da boa governança foram propagadas para apontar as empresas que mereceriam a atenção dos fundos institucionais e dos investidores. Em todos os mercados abertos, as empresas passaram a revelar, em atitudes e estatutos, o alinhamento do agente controlador com o enriquecimento do acionista.

A convergência dos regimes de governança na direção de um modelo comum pelas forças da globalização mundial passou, então, a ser debatida. As ações políticas mostraram que convergir significaria ir na direção de uma economia de mercado, embora muitos autores negassem mérito ao **curto termismo** do *manager* americano e suspirassem na busca de um hibridismo. As maneiras de convergência que os países ensaiam para uniformizar os diferentes tratos de governança corporativa situam-se nos planos funcional, contratual e, ultimamente, formal (GILSON, 2001). Dois exemplos de conver-

gência funcional podem ser citados entre a ordem brasileira e a americana de os investidores fazerem negócios com empresas abertas. O primeiro está em dizer que o sistema empresarial brasileiro de controles internos é eficaz para compensar as deficiências do mercado acionário na defesa do valor das empresas. Nesse caso, a falta de um mercado de controle corporativo torna-se desimportante, pois é reparada com a excelência daquele complexo de controles internos que, inclusive, impõe lealdade aos dirigentes. Essa prédica propõe, em síntese, que o valor das empresas é cultivado e repartido com igual eficácia em todo lugar. A proposta é uma aplicação do teorema de Coase, segundo o qual a eficácia da alocação de recursos pelo mercado ou sob a autoridade da empresa é igual onde os custos das transações forem iguais em ambos os ambientes, sendo, portanto, indiferente que o investidor esteja em São Paulo ou Nova York perante a equivalência funcional da sua proteção em todas as praças. O teorema, entretanto, não subsiste a efeitos institucionais no custo das transações, e a proposta da equivalência funcional de governanças tuteladas e de mercado é uma questão a ser debatida na evidência empírica de cada lugar. O segundo exemplo de convergência funcional está nas infusões de liquidez no mercado acionário pela admissão de acionistas que trocaram as posições do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) por ações. Essa modalidade de convergência credita ao ganho de liquidez do mercado e à realidade da **empresa pública** (de direito privado de grande público de acionistas) as evidências de uma transformação. Contudo, essa aspiração de convergência funcional desconhece que a **empresa pública** é simbólica do regime americano, mas não o identifica. O que caracteriza a governança americana é a doutrina do rendimento de mercado na lógica tradicional da propriedade e, pois, o acesso em igualdade de oportunidades de acionistas ao controle das empresas abertas. Assim, a liquidez vinda do FGTS sem a pavimentação desses fundamentos nada promete e pode ser efêmera. Dois exemplos de convergência contratual da governança brasileira na direção da governança de mercado podem ser também citados. A comercialização de papéis de empresas brasileiras em Nova York e no Novo Mercado aderem à subscrição de cláusulas contratuais de sócios controladores às regras desses mercados hospedeiros de maneira a, gradativamente, aproximar a atuação da empresa brasileira das estipulações de conduta do regime americano. Claramente, as modalidades funcionais e contratadas de convergência são paliativos de acomodação política para um entendimento corporativo além das fronteiras dos países. Nenhuma delas se aproxima das modificações políticas exigidas em uma convergência formal, que requer uma revolução cultural no meio que a adotar.

10. O FOCO DA TRANSFORMAÇÃO

O foco da transformação formal de uma governança corporativa tutelada em outra de mercado é o mercado de con-

trole corporativo, porque esse mercado sanciona a redistribuição do resultado da expropriação do principal não-controlador entre as partes do contrato e restabelece o equilíbrio político de uns e outros. Consoante o exemplo dos países do continental europeu, os juristas e legisladores brasileiros evitaram que o mercado de controle corporativo evoluísse entre nós em 1976, e tampouco o querem agora. A expressão **revolução cultural** de Lamy Filho e Bulhões Pedreira (1995) é demais imponente para justificar o alcance das medidas adotadas para transformar o mercado acionário brasileiro num elemento de progresso. A pequena importância do mercado brasileiro de ações mostra que a presumida revolução se confinou a uma espécie de purificação da imagem da empresa sociedade anônima dentro de limites de uma transformação que não ameaçasse a estabilidade do agente controlador da grande empresa aberta brasileira, ao contrário a cultivasse por razões que vão do mito do empreendedor schumpeteriano ao sofisma da segurança jurídica das decisões. Talvez o equívoco dessa limitada renovação tenha sido de instrumento, o direito positivo na forma mais aguda e minudente. Todo esse enredo encaixa-se, idealmente, num temperamento nacional com a vocação de admirar o poder da autoridade mesmo perante a contradição de dizer que vai usá-lo para construir os alicerces de um mercado.

A transformação de uma governança tutelada em outra de mercado transporta uma comunidade de um ambiente hostil ao mercado para outro que o cultiva. O mercado é o último juiz do desempenho do agente controlador da empresa. Se a empresa não vai bem porque consumidores e clientes estão indo embora, a última instância da sua sobrevivência está nos mercados de produtos e fatores, como matérias-primas, mão-de-obra e tecnologias. Contudo, esses mercados são lentos em revelar o declínio de uma empresa e, nesse mister, não operam com a destreza do mercado de capitais. Se quiser-se construir uma trincheira avançada de defesa do valor da empresa, portanto de grande parte da riqueza nacional, tem-se de organizar o mercado acionário como uma das mais importantes instituições da economia. Entretanto, o propósito de transformar o mercado acionário num engenho de progresso não é fácil de realizar em qualquer contexto nacional. O *keiretsu* japonês, o *chaebol* coreano e a casa familiar ou bancária européia são instituições de imenso poder político advindo de escolhas feitas por gente que cultua o soberano mais do que a liberdade individual. Ninguém realmente acredita que a estrutura do poder político empresarial na Europa Continental e na Ásia permitirá uma convergência institucional na direção da governança americana para a exploração do potencial da empresa aberta, salvo pelo uso de paliativos funcionais e contratuais. De que serve, então, discutir as virtudes de uma transformação que nações mais desenvolvidas desistiram de fazer para resignar-se com escolhas antigas?

Uma resposta a essa pergunta são os imensos ganhos da transformação. A concentração da propriedade empresarial seria muito menor, o número de acionistas muito maior, a contemplação

do lucro uma virtude para uma massa popular acionista, o valor das empresas tanto maior como melhor defendido, as informações das empresas seriam melhor difundidas e mais transparentes, e os preços dos papéis sinalizariam a direção do uso racional das poupanças, eis uma parte dos prêmios. O poder político seria socialmente mais bem distribuído e o voto nas empresas não serviria apenas para consagrar um poder constituído, mas precisamente para ameaçá-lo, como faz em toda democracia.

Contudo, uma tal transformação não se realiza num gesto de vontade ou grande ato legislativo. Melhor é aceitá-la como um processo que desarticula uma vocação social em favor da autoridade para outra em favor da liberdade. Se observar-se a cena brasileira mais recente, nela despontam vozes cada vez mais nítidas defendendo a governança corporativa de mercado como um objetivo que talvez valesse a pena perseguir. Se essas vozes prevalecerem, talvez se possa contemplar num momento futuro o retrato final de uma lenta transformação. E nele encontrar-se-á uma lei das sociedades anônimas reduzida a alguns poucos artigos corroborando a doutrina do rendimento de mercado e a lógica tradicional da propriedade, e conferindo incentivos para a igualdade de oportunidades dos investidores. As injunções autoritárias terão sido depostas no órgão regulador para que as empregue caso a caso para fiscalizar a igualdade de oportunidades e impugnar o desvio moral. As empresas circularão títulos de crédito próprios que a autoridade monetária tiver aprovado, porém o único título proprietário em uso será a ação de iguais poderes de dividendo e voto, ao encontro da facilitação da troca de controladores e da desconcentração da renda empresarial. Nessa instância futura, os acordos de acionistas transitarão no órgão regulador para conferência do preceito constitucional da ordem econômica, como nele transitarão as *holdings* controladoras, e muitas terão sido desfeitas por terem sido constituídas para concentrar oportunidades desiguais de controle entre sócios. O sistema contábil não mais fará parte da lei e as modificações da prática contábil que o país necessitar não dependerão de negociação política no Con-

gresso. O poder político daquele importante sistema fora transferido ao órgão regulador, que o delegara ao estabelecimento profissional privado imitando o que os americanos fizeram com a *Securities and Exchange Commission* (SEC) em 1934, uma providência que respondeu pelas importantes qualificações técnicas do sistema contábil americano. Os direitos de acionistas que maquiavam o **rendimento justo** não seriam impostos às empresas, que acolheriam os de sua preferência nos estatutos. O grande poder financeiro do investidor institucional e fundo de pensão fora confinado a uma atividade passiva voltada para a diversificação do risco do capital dos participantes e nenhuma dessas organizações desfrutaria de poderes diretivos ou de conselho, menos ainda de controle nas empresas do *portfolio*. E o tribunal brasileiro provocado a pronunciar-se perante uma lei de princípios de mercado haveria adquirido o hábito de desenvolver-lhe a causa, inspirando-se no *business judgement rule*. O mercado de títulos, ao sabor desses princípios, equilibrara a estrutura da propriedade empresarial brasileira num ponto em que o risco de retenção da propriedade não diversificada de um sócio controlador fora neutralizado pelo custo do agenciamento de novos controladores.

Quando forem inibidas as condições para que a ação que pivota uma posição de mando permaneça por tempos sem fim num domínio inexpugnável, será apenas uma questão de tempo para que as tensões hereditárias e de mercado fragmentem as propriedades acionárias na busca da diversificação do risco, e a ação pivotante vá parar no mercado. A partir desse instante, um equilíbrio político instalar-se-á na comunidade entre o poder expropriador do agente controlador e o poder proprietário do principal não-controlador, dispondo do voto na mão. O que se tem de decidir é se a transformação que leva a esse equilíbrio, diga-se que seja uma revolução cultural no mercado acionário, deve ser perseguida ou se deve-se, outra vez, seguir o exemplo dos europeus, que influíram em nossa cultura e desistiram de mudar para amparar uma antiga preferência social, e fazer como eles, jogar a toalha, deixar tudo como está. ♦

NOTAS

- (1) Rendimento (rentabilidade) é o quociente da renda pelo valor do capital do início do período. A relação direta de renda e rendimento faculta certa liberdade no uso dessas palavras quando o contexto permite.
- (2) Primeira frase do ensaio de Bruno Leoni (1991 [1961], p.3) sobre lei e liberdade. Um fascículo com as principais idéias dessa obra, escrito por Roberto Fendt, foi editado pelo Instituto Liberal, Rio de Janeiro, em 2002.
- (3) O debate público sobre as sociedades por ações no Brasil e a leitura da lei das sociedades anônimas revelam que os verdadeiros detentores de uma teoria da empresa aberta brasileira são os juristas. Os economistas brasileiros, talvez por aspiração social, voltaram-se para o macroeconômico, e poucas vozes são ouvidas para avisar que os juristas andam aprontando no microeconômico algo que talvez não dê certo. Entre elas estão Brito & Portela (1976).
- (4) Como transparece em Comparato (1987).
- (5) A doutrina pode, contudo, voltar-se contra o mercado, como Berle & Means (1967 [1932]) disseram. Em *Moran vs Household Intl.* (1985), a Suprema Corte de Delaware apoiou-se no *business judgement rule* para indeferir o pleito de *Moran* que desejava

- o referendo dos acionistas na validação de *poison pills* enfiadas nos estatutos para preservar o controlador ameaçado de *takeover*. Um *poison pill* é algo que envenena um novo controlador, por exemplo, quando o força a vender barato as ações da empresa incorporadora aos sócios da incorporada com o fito de inibir uma incorporação. A decisão de Delaware causou uma avalanche de *poison pills* em empresas americanas, mostrando que a doutrina do *business judgement rule*, a despeito do prestígio de que desfruta, pode induzir comportamentos opostos ao bom funcionamento do mercado. O controlador de *Household* conseguiu o feito de proibir que os acionistas vendessem os papéis em iminente *takeover* por menos de US\$ 6 bilhões, quando em Bolsa valiam US\$ 2 bilhões, assim constringendo-os a que ganhassem ou 200% de ágio ou nada. Economistas disseram que a aplicação do *business judgement rule* devia ser revista em matérias de controle das companhias em que um referendo fosse pertinente. Outros estados americanos não acompanharam Delaware, embora o direito corporativo de Delaware seja, de fato, o direito corporativo americano (JENSEN, 1988; JARRELL, BRICKLEY & NETTER, 1988).
- (6) Na teoria de agência, o principal é quem se beneficia do agente por um preço, mas incorre no custo de agenciá-lo além do preço. Esse é o **problema de agência** formulado por Jensen & Meckling (1976). O custo de agenciamento tem diversos elementos construtivos, em especial a informação assimétrica que induz ao desvio moral do agente.
- (7) O ágio contábil, distância entre o valor pago e o valor patrimonial contábil, só é igual ao valor de controle se o valor patrimonial for igual ao valor de Bolsa do papel ou, na falta deste, de um valor que analiticamente reproduza o valor presente dos dividendos do papel. Fiscalmente, é o ágio contábil que é amortizado.
- (8) Os casos mais conhecidos de realização do incentivo fiscal na amortização do ágio em tomadas privadas de controle talvez tenham sido os da Telesp e da Telemar, que incorporaram a empresas controladas com renda tributável a *holding* que detinha o ágio contábil registrado em balanço, mas não possuía renda tributável. Incapacitada de evitar a manobra, tudo que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pôde fazer foi disciplinar o procedimento das reestruturações de empresas, motivadas pela vantagem fiscal do ágio de controle, na Instrução 319 de 03 de dezembro de 1999.
- (9) Observe que se o principal não-controlador, acionista ou credor, não existir, não existe um contrato entre um principal e um agente, não existe custo de agenciamento, pois não há a quem expropriar, e o valor de controle da empresa é nulo. Esse é o caso singular da empresa fechada sem dívidas, financiada pelo capital próprio de um só dono. Pode uma tal empresa valer mais nas mãos de outro dono? Claramente sim, mas o novo dono será igualmente um financiador integral e não estará comprando o oportunismo de expropriar terceiros. Se porventura pagar mais do que a empresa vale nas mãos do antigo dono, estará dando a ele o valor de seu talento, o que não é plausível. Em apenas uma circunstância o valor de controle será nulo na empresa aberta: quando o mercado de títulos for perfeitamente arbitrado e os contratos forem perfeitos e gratuitos. Nesse caso, a ocorrência de um valor de controle concitaria o principal e o agente a recontratarem a relação a custo zero para anulá-lo ou qualquer pessoa adquiriria no mercado os títulos da empresa para havê-lo, uma impossibilidade num mercado arbitrado. Perante o mercado perfeito, o valor da empresa depende apenas do talento do agente controlador, todo o valor gerado é distribuído aos donos do capital, os credores e acionistas, a atenção dos não-controladores está dirigida para a procura dos controladores mais competentes e o preço dos papéis será maior na exata extensão do valor de controle que desapareceu. A existência de um valor de controle é uma clara evidência de imperfeição no mercado de títulos.
- (10) Os juristas desejavam que o valor de controle fosse da propriedade privada do agente controlador para incentivar o espírito schumpeteriano. Contudo, os legisladores de 1976 optaram por dizer que o valor de controle era um ativo corporativo, presumivelmente porque temiam o “deslocamento do centro de decisão” da empresa brasileira para o exterior e, assim, quanto maior o número de participantes de uma alienação, mais difícil o fechamento dos negócios. O tema fez parte do debate do anteprojeto da lei brasileira (LAMY FILHO & BULHÕES PEDREIRA, 1995, p.269, p.289). A tese de Lamy Filho e Bulhões Pedreira foi posteriormente aceita na revisão da lei das sociedades anônimas de 1997 e novamente negada em 2001 com o *tag along*.
- (11) LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (1999) situam em 1962 a origem dessa taxonomia para sistemas financeiros. É natural que tenha sido empregada, recentemente, para separar os regimes diferentes de governança corporativa.

- (12) Essa distinção, entre tantas outras, mostra a falha central do conceito de **eficiência** de um mercado de títulos, de que transporta ao preço dos papéis, a custo zero, a informação disponível, pois a informação, antes de ser um bem comum, custa algo ao primeiro usuário e, no mercado de controle corporativo, especialmente, custa muito.
- (13) Isso decorre da observação de que o valor presente líquido de um investimento é nulo ao custo do capital. O custo do capital é a rentabilidade normal de uma situação de risco, e não é um custo exceto no sentido da rentabilidade da oportunidade preterida.
- (14) A febre “*bird-in-hand*” ocupou por algum tempo a teoria financeira da empresa, mas foi extinta por Brennan (1971).
- (15) Essa tese também é de Easterbrook & Fischel (1998 [1991], p.127).
- (16) O *tag along*, o voto múltiplo, os assentos em conselhos para dirigentes internos ou externos, as ações de diversos tipos e classes e uma grande variedade de outros dispositivos são aceitos no direito corporativo americano sem refletirem, doutrinariamente, a coerção de um **rendimento justo**. O uso de uns e outros reflete-se no preço dos papéis. Entre os americanos a ação preferencial é, de fato, um título especial de dívida; a ação mais usada é a ordinária *one share one vote*; e o *tag along* é um expediente com a natureza de um *poison pill*.
- (17) Talvez tenha sido por isso que no negócio da venda do controle da CSN para a anglo-holandêsa Corus, anunciado em julho de 2002 e depois suspenso, a imprensa divulgou que o instituto do *tag along* seria contornado com a assistência de importantes escritórios de advocacia brasileiros (*Jornal do Brasil*, 17 jul. 2002).

- BERLE, A.A.; MEANS, G.C. *The modern corporation and private property* [1932]. S.l.: Harcourt Brace&World, 1967.
- BRENNAN, M. A note on dividend irrelevance and the gordon valuation model. *Journal of Finance*, v.26, p.1115-1121, Dec. 1971.
- BRITO, N.O.; PORTELA, H.S. Mercados acionários: sua conceituação e a nova lei das sociedades anônimas. *Revista de Administração de Empresas*, v.16, n.5, p.6-18, set./out. 1976.
- COMPARATO, F.K. O irredentismo da nova contabilidade e as operações de leasing. *Revista de Direito Mercantil*, v.68, p.50-68, out./dez. 1987.
- CSN se une a grupo anglo-holandês. *Jornal do Brasil*, 17 jul. 2002. Caderno A, p.12.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, v.93, n.6, p.1155-1177, Dec. 1985.
- EASTERBROOK, F.H.; FISCHEL, D.R. *The economic structure of corporate law* [1991]. Cambridge, Massachusetts, USA: Harvard Press, 1998.
- FOSTER, N.H.D. Company law theory in comparative perspective: England and France. *The American Journal of Comparative Law*, v.48, n.4 p.573-621, Fall 2000.
- GILSON, R.J. Globalizing corporate governance: convergence of form and function. *The American Journal of Comparative Law*, v.49, n.2, p.329-357, Spring 2001.
- JARRELL, G.A.; BRICKLEY, J.A.; NETTER, J.M. The market of corporate control: the empirical evidence since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, v.2, n.1, p.49-68, Winter 1988.
- JENSEN, M.C. Takeovers: their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives*, v.2, n.1, p.21-48, Winter 1988.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p.305-360, Oct. 1976.
- LaPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v.LIV, n.2, p.471-517, Apr. 1999.
- LaPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. *National Bureau of Economic Research*, July 1996. Disponível em: <www.nber.org/papers/w5661>. Acesso em: 16 jun. 2003.
- _____. Investor protection: origins, consequences, reform. *National Bureau of Economic Research*, Dec. 1999. Disponível em: <www.nber.org/papers/w7428>. Acesso em: 16 jun. 2003.
- LAMY FILHO, A.; BULHÕES PEDREIRA, J.L. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1995.
- LEONI, B. *Freedom and the law* [1961]. Indianapolis, USA: Liberty Fund, 1991.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, v.XXXV, p.688-726, June 1997.

MANNE, H.G. Mergers and the market of corporate control. *Journal of Political Economy*, v.73, p.110-120, 1965.

ROE, M.J. Political and legal restraints on ownership and control of public companies. *Journal of Financial Economics*, n.27, p.7-41, 1990.

SÁ, G. *O valor das empresas*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 2001.

SMITH, A. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations* [1776]. Chicago: The University of Chicago; Brittanica Great Books, 1952.

STIGLER, G.J.; FRIEDLAND, C. The literature of economics: the case of berle and means. *Journal of Law and Economics*, v.XXVI, p.237-271, June 1983.

The cultural revolution in the stock market

In the readings of the law and economics movement, the model of corporate governance, the fiction that the owner or manager-controller is himself indispensable, the doctrine of the satisfactory return and the pattern of income distribution are expressions of a single social choice. The choice weakens or strengthens the asymmetry of information between the controlling agent and the non controlling principal of the corporation, threatens or upholds the political power of the controlling agent, contributes to a market where we all are stockholders or just a few of us, and compensates equity with a market return or with a return concocted by the controlling establishment. It is a choice that dwells in the history and culture of doing business of a community, mostly in how the community has solved the conflict of law and freedom in the courts and the markets in the arbitration of disputes among stockholders. When legislation inhibits the market of corporate control the stock market will not be competitive and the controlling agent's moral hazard affects the allocation of resources. The stereotypes of market-centered and bank or holding-centered corporate governances which synthesize the conflict of law and freedom in the distribution of entrepreneurial return converge in the global world in functional, contractual or formal procedures. However only the latter implies a cultural revolution in the attitudes of the investors. The article explains the cultural revolution that has been promised to Brazilian investors in the stock market and points in the direction that would lead the holding-centered Brazilian corporate governance towards a market-centered one.

Uniterms: theory of the firm, legal system, corporate governance, market of corporate control.

La revolución cultural en el mercado accionario

En la lectura del movimiento disciplinar law and economics, el gobierno corporativo del país, la ficción de la indispensabilidad del agente controlador, la doctrina del rendimiento justo y el modelo de distribución de renta son expresiones de una misma elección social. La elección refuerza o debilita la asimetría de la información entre el agente controlador y el principal no controlador de la gran empresa por acciones, hace permanente o amenaza el dominio político del agente controlador, contribuye a que todos seamos accionista o solamente una parte de nosotros y confiere al capital propio un rendimiento tutelado por el estamento controlador o un rendimiento en las reglas del mercado. La elección reside en la historia y en la cultura de los negocios de una comunidad, en especial por la manera como la comunidad ha resuelto el conflicto entre la ley y la libertad, con el empleo del tribunal y del mercado en el arbitramento de las disputas entre los accionistas. Donde el mercado de control corporativo sea inhibido por la acción del derecho positivo, el mercado accionario no puede ser competitivo, lo que da paso al desvío moral del agente controlador en la asignación de las inversiones. Los estereotipos de gobierno tutelado y de mercado que sintetizan el conflicto entre ley y libertad en la distribución de la renta empresarial convergen en la economía global de manera funcional, contractual y formal, no obstante solamente la última realiza una revolución cultural en las actitudes de los inversores. En este artículo se explica la revolución cultural prometida a los inversores brasileños en el mercado accionario y se indica la dirección que llevaría el gobierno tutelado brasileño a un gobierno de mercado.

Palabras clave: teoría de la empresa, sistema legal, gobierno corporativo, mercado de control corporativo.