
Maria Helder Martins Coelho

**CONFLITOS ENTRE
ACCIONISTAS E GESTORES**

*Mestre em Economia (FEP)
Professora do ISCAP*

1. INTRODUÇÃO

Este trabalho tem como objectivo abordar um tema que permanece em debate e que continua a ser matéria para investigação. Neste primeiro artigo a nossa preocupação principal vai no sentido de enquadrar, teoricamente, os problemas que sugeriram o seu título: "Conflitos entre accionistas e gestores". A abordagem teórica deste tema é muito recente porque apenas na década de setenta foi dada a devida atenção a esta problemática nos Estados Unidos, quando a economia começou a funcionar menos bem, sendo apontada como causa imediata da ineficácia das grandes empresas americanas a forte dispersão do capital.

No fim do século passado, o surgimento e depois o desenvolvimento de grandes empresas caracterizadas por uma dispersão acentuada do capital nos Estados Unidos, parece ter conduzido os accionistas a perderem o controlo do seu negócio em benefício de gestores profissionais e este facto tem merecido muitos comentários entre os teóricos da empresa. Um grande número entre eles acreditaram mesmo ter havido uma espécie de perversão do sistema capitalista original, inteiramente construído em torno do empresário que detinha ao mesmo tempo a propriedade dos factores produtivos e todo o poder de decisão na empresa. Esta posição não tem consistência teórica nem empírica, porque não consegue explicar o importante desenvolvimento das empresas onde a propriedade e a decisão estão nitidamente separadas, e também não explica a contradição que existe, devido à perenidade das "performances" óptimas, neste tipo de empresas.

Esta situação paradoxal permaneceu inexplicada até à década de sessenta, época em que surge uma nova corrente de pensamento económico (a teoria dos direitos de propriedade) que se propõe fornecer uma explicação satisfatória da lógica do funcionamento da empresa. Uma das mensagens desta teoria é que a razão de ser da empresa capitalista moderna não pode ser entendida sem uma pré-explicação das características do sistema jurídico que lhe está subjacente ou seja, o regime de propriedade privada. Os prolongamentos da teoria dos direitos de propriedade na teoria da agência apresentam uma nova concepção de empresa, sendo esta caracterizada pela separação entre propriedade e decisão.

Esta corrente faz parte dum corpo teórico que tem sido designado por "TEORIA MODERNA DA EMPRESA", onde os objectivos da

empresa, considerada como uma entidade em si, não são tratados prioritariamente, outrossim é dada particular ênfase à análise dos objectivos pessoais dos indivíduos que são parte integrante da vida da organização.

2. CAUSAS DOS CONFLITOS

Já Adam Smith (1776) havia reconhecido a existência de conflitos de interesses entre accionistas e gestores sustentando que, as grandes sociedades por acções que faziam na época a sua aparição, constituíam uma forma menos eficaz de organização económica, devido ao facto de se verificar separação entre a função de gestão e a função de propriedade. Assim, o problema da separação entre agente de direcção e agente proprietário numa empresa administrável ("gerida"), é reconhecido desde o século XVIII.

Mais recentemente, já neste século, a análise dos problemas que surgem com esta forma de organização, iria reaparecer, no seguimento da publicação da obra de Berle e Means (1932), que é uma referência obrigatória por quem se interesse com o funcionamento e a organização da empresa.

Estes dois autores atribuíam a baixa de eficácia do capitalismo, à separação das funções de propriedade e de gestão no interior das grandes sociedades por acções (as empresas geridas) onde os gestores escapam ao controlo dos accionistas. Os conflitos entre accionistas e gestores só constituem uma verdadeira preocupação nas sociedades onde existe efectivamente aquela separação.

Tradicionalmente, esta espécie de sociedades é representada pela empresa administrável onde existe uma forte dispersão dos accionistas, isto é, nenhum accionista (especialmente os gestores) detém uma parte significativa do capital. Verifica-se, na prática, que estas sociedades se encontram quase exclusivamente entre as sociedades cotadas, e a percentagem das que apresentam uma grande dispersão de accionistas é relativamente pequena mesmo nos Estados Unidos, logo o problema do conflito de interesses entre accionistas e dirigentes só é pertinente para um número restrito de empresas.

A separação entre proprietários e dirigentes é uma forma particular da relação que liga um mandante (o principal) e um mandatário (o

agente), e esta relação é conhecida sob o termo de relação de agência ou relação de mandato.

A delegação de autoridade implica custos devidos à separação entre a função de propriedade/assunção do risco (assegurada pelos accionistas e outros fornecedores de fundos) e a função de gestão (realizada por gestores profissionais). Enquanto que na empresa clássica estas duas funções se encontram concentradas no empresário, na empresa "gerida", com capital muito disperso, os accionistas não crescem o seu controlo, podendo gerar-se outros conflitos resultantes da informação assimétrica.

A teoria económica tradicional da agência considera na sua abordagem duas pessoas, um principal que fornece o capital e um agente que fornece um "esforço". Ambos desejam maximizar a sua utilidade esperada. No fim do período o valor da riqueza do principal, será a sua quota parte no valor realizado da empresa; para a riqueza do agente contará, além da sua quota parte no valor realizado da empresa, o seu trabalho. Este, por sua vez, é um factor na função de produção da empresa.

Os conflitos surgem porque, de acordo com as teorias do comportamento, o "agente" actuará no seu próprio interesse, isto é, não investirá o seu melhor "esforço" a menos que o seu investimento seja consistente com a maximização do seu bem-estar. O modelo de agência conduz, basicamente, a uma formulação do problema da escolha, pelo "principal", do melhor contrato de trabalho para o "agente". Isto é, o melhor no sentido da optimalidade de Pareto¹. Esta optimalidade pressupõe informação perfeita entre os participantes no contrato, o que dificilmente se verificará.

3. ENQUADRAMENTO TEÓRICO DOS CONFLITOS

3.1. Generalidades

Os problemas entre accionistas e gestores fazem hoje parte duma teoria que resultou dos desenvolvimentos da teoria dos direitos de propriedade e da extensão desta na chamada "Teoria da Agência" ou "Teoria do Mandato". Os avanços recentes na teoria da empresa

¹ *Um contrato óptimo no sentido de Pareto é aquele que não pode melhorar o bem-estar de uma das partes sem reduzir o bem-estar de outra.*

permitem reconciliar os partidários e os adversários do conceito neoclássico tradicional de empresa.

A relação de agência é um dos modos de interacção social e resulta do facto de uma pessoa, designada por agente, agir em nome e no interesse de outra, designada por principal, num domínio particular de problemas de decisão.

Os defensores da teoria da agência, analisada segundo a teoria económica tradicional, admitem genericamente os seguintes pressupostos:

1. Quer o mandante quer o mandatário, no sentido clássico do termo, possuem funções de utilidade tradicionais (Neumann-Morgenstern);
2. Ambos actuam de forma a maximizarem as suas utilidades esperadas;
3. Os problemas de agência envolvem escolhas em ambiente de incerteza.

Os defensores da teoria da agência cuja preocupação são os problemas reais, tentam explicar o comportamento de:

1. Um accionista executivo que é proprietário de uma empresa, e detém a totalidade do seu capital;
2. Um accionista que detém apenas parte ou a totalidade do capital da empresa, mas é exterior a essa empresa, e nomeia para o representar um gestor.

Perante o posicionamento de cada um na organização, os teóricos estudam a influência de cada hipótese de comportamento sobre o valor da empresa.

A teoria da agência procura salientar os conflitos que podem surgir entre os diferentes detentores do capital de uma empresa e a complexidade dos mecanismos de controlo que devem ser postos em acção nas relações que se estabelecem entre os accionistas externos e os gestores, de forma a minimizar tais conflitos.

Esta teoria preocupa-se ainda, em dar resposta a questões pertinentes como as que a seguir se enumeram:

- 1) Porque é que um empresário ou gestor de uma empresa com estrutura financeira mista (contendo simultaneamente endividamento externo e créditos ou direitos sobre o exterior) escolherá um conjunto tal de actividades para a empresa, em que o valor total dessa empresa será inferior ao que seria se o empresário, pelo contrário, fosse o único

e exclusivo proprietário da empresa; e porque é que este resultado é independente do facto de a empresa operar num mercado monopolista ou de concorrência, tanto de produtos como de factores.

2) Porque é que a rejeição do critério da maximização do valor da empresa é perfeitamente consistente com a eficiência.

3) Porque é que a alienação de capital social sob a forma de acções comuns é uma fonte possível de entrada de capital, mesmo se os empresários não têm como objectivo maximizar o valor da empresa.

4) Porque é que o endividamento é considerado como uma fonte de capital mesmo antes do financiamento desse endividamento proporcionar quaisquer vantagens fiscais relativamente a direitos sobre terceiros (ou créditos).

5) Porque é que são emitidas acções preferenciais.

6) Porque é que os relatórios contabilísticos serão voluntariamente fornecidos a credores e accionistas; e porque é que os gestores contratarão auditores independentes para certificar o rigor e a correcção desses relatórios.

7) Porque é que os "fornecedores" de capital, colocam frequentemente restrições a determinadas actividades das empresas as quais concedem empréstimos; e porque é que são as próprias empresas que contraem os empréstimos que sugerem, muitas vezes, a imposição dessas restrições.

8) Porque é que algumas indústrias são caracterizadas por serem essencialmente compostas por empresas exploradas pelo próprio dono cuja única fonte de financiamentos é o recurso a empréstimos.

9) Porque é que as indústrias altamente regulamentadas tais como: serviços públicos ou bancos, terão maiores rácios Débito/Crédito para níveis equivalentes de risco, do que as empresas com nível de regulamentação inferior.

10) Porque é que análises e estudos de segurança podem ser socialmente produtivos mesmo se o retorno das carteiras dos investidores não reflecte esse facto.

Algumas destas questões merecem análise e, em artigos posteriores, esperamos abordá-las.

3.2 Os dois ramos da teoria da agência

Podem-se distinguir dois ramos da teoria da agência: o ramo normativo e o ramo positivo. A teoria normativa da agência surge mais for-

malizada, identifica-se com a teoria económica e é devida a economistas que não se preocupam com o estudo dos problemas financeiros da empresa. A partir de modelos que tomam como hipóteses: as estruturas das preferências dos agentes, as estruturas de informação e a incerteza do meio, os defensores da teoria normativa estudam: a partilha do risco óptimo entre os accionistas e gestores, as características dos contratos óptimos e as propriedades das soluções de equilíbrio segundo a óptica da "análise do bem-estar". Tendo em conta as dificuldades ligadas à formalização o quadro utilizado é bastante simples retendo apenas dois intervenientes: um principal e um agente. Os autores da teoria normativa da agência apresentam a seguinte definição: "Diz-se que uma relação de agência se estabeleceu entre duas (ou várias) partes, logo que uma destas partes, designada como agente, age para e no interesse de outra, designada como principal, actuando como seu representante, num domínio particular da tomada de decisões".

Paralelamente à corrente normativa da teoria da agência desenvolveu-se, de uma forma quase independente, uma teoria positiva da agência, cujo objectivo é, utilizando um quadro em que existe relação de agência definida, explicar o comportamento real das organizações e particularmente as sociedades privadas. Esta teoria permite encontrar um fundamento racional para certas formas de financiamento, tais como obrigações convertíveis ou o leasing, e explicar a existência de formas organizacionais diferentes. Para a teoria positiva da agência a definição é a seguinte: "Uma relação de agência é um contrato no qual uma ou várias pessoas (principal) recorrem aos serviços de outra pessoa (agente) para que esta realize uma tarefa no seu interesse (do principal), o que implica uma delegação de autoridade no agente, para a tomada de decisões". Trata-se de uma definição próxima da anterior, que é retida, normalmente, como referência.

A corrente da teoria positiva da agência vai um pouco mais longe, explicitando a noção de custo de agência. Estes custos surgem em qualquer situação que implique cooperação por duas ou mais pessoas, mesmo se não existe relação principal-agente bem definida.

No entanto, é num quadro da relação principal-agente que os autores da teoria positiva da agência distinguem três tipos de custos:

- 1) Custos de controlo (vigilância/fiscalização);
- 2) Custos de reconhecimento (de obrigação);
- 3) Custo residual (perda residual).

O primeiro custo é suportado pelo principal, para tentar limitar o comportamento "oportunista" do agente.

O segundo custo é o agente que toma a iniciativa de o incorrer no sentido de que o principal fique confiante na sua actuação. A publicidade e a contratação de um seguro de responsabilidade civil podem ser interpretados neste sentido.

Os custos de controlo e de obrigação são custos explícitos, a perda residual, ao contrário, é um custo de oportunidade. Este custo residual corresponde à perda de utilidade sofrida pelo principal, na sequência de divergências de interesse com o agente. Contudo, em determinados conflitos, o agente pode também sofrer essa perda.

Actualmente são aceites as posições dos autores da teoria positiva da agência, mas admitindo que numa relação de agência se estabelecem contratos entre as partes esta teoria é também conhecida por "teoria dos contratos".

A teoria dos contratos ou teoria contratual assenta fundamentalmente sobre a noção de custo de transacção e sobre uma visão contratual das organizações.

As definições originais fazem intervir, implícita ou explicitamente, as noções de contrato de representação e de delegação. O contributo dado pelos autores da teoria positiva da agência também conhecida como teoria financeira da agência, é muito importante porque estende a noção de relação de agência a todas as formas de cooperação, sem que haja necessariamente um mandante e um mandatário, e alargam sensivelmente o campo de aplicação da teoria. Conseguiram também resolver o problema da identificação do principal e do agente. Assim, por exemplo, o contrato de trabalho pode ser analisado de duas ópticas diferentes. Tradicionalmente, o assalariado aparece como o agente do empregador. Contudo, a relação poderá aparecer invertida se considerarmos que um empregado "aluga" o seu capital humano a um empregador que se encontra então numa situação de locatário em relação ao "alugador", isto é, esta numa situação de agente. Os termos de "relação de agência" e de "teoria da agência" aparecem pois redutores e será então preferível falar, seja de relação contratual e de teoria dos contratos, seja ainda de relação de cooperação e de teoria da cooperação.

Uma relação de cooperação dá lugar a um problema de agência, sob várias condições. É necessário que nessa relação haja sempre divergência de interesses entre o principal e o agente. Contudo, esta condição não é suficiente, porque num universo de incerteza, onde os "esforços" desenvolvidos pelos agentes possam ser perfeitamente observáveis, será possível estabelecer um contrato que permita

incentivar o agente a agir em conformidade com os desejos do principal. Supondo que para o estabelecimento e execução do contrato não existe nenhum custo associado, o problema de agência estará suprimido. A existência de um problema de agência está associada à incerteza, à imperfeição na observação dos "esforços" do agente, ao custo de implantação e execução dos contratos e a outros factores.

Os contratos reais, em oposição aos contratos ideais da teoria económica, não são completos, no sentido de que não prevêm todos os estados da natureza ou do mundo possíveis, e a sua execução é dispendiosa. O facto de não serem completos está ligado à incerteza; se não for impossível é pelo menos muito dispendioso prever todas as eventualidades possíveis e, por conseguinte, incluí-las na redacção de um contrato, pelo que este irá ficar necessariamente incompleto. O problema da incerteza arrasta consigo, muitas vezes, outras situações problemáticas, como a observação directa e a assimetria da informação.

É normalmente muito difícil e oneroso medir os "esforços" desenvolvidos por um agente no cumprimento das suas obrigações e, por conseguinte, especificar por contrato quais devem ser estas obrigações. Por outro lado, o agente possui informações de que o principal não dispõe. Se, por exemplo, analisarmos um contrato que liga os dirigentes de uma empresa aos accionistas, parece evidente que estes estão na impossibilidade de prever todas as situações que podem surgir como resultado do carácter incerto do meio onde a empresa está a operar. Além de que as tarefas de administração são tão complexas que nenhum contrato poderá especificar, previamente e com precisão, o conjunto de obrigações dos dirigentes e nenhum sistema de medida de "performance" poderá permitir avaliar sem qualquer dúvida os "esforços" fornecidos, eliminando em particular os efeitos que resultam da incerteza do meio. Em consequência, se o dirigente for "oportunista", poderá ter um comportamento, em certa medida, negligente e prejudicial aos interesses dos accionistas e, quanto mais incerto for o ambiente mais os "esforços" dos dirigentes são dificilmente observáveis, e estaremos perante um problema de informação assimétrica.

3.3 O conceito de empresa para a teoria da agência

A teoria tradicional das organizações considera a empresa como uma "caixa preta", que é propriedade de um empresário cujo objectivo é a maximização do lucro. Esta concepção permite estabelecer uma teoria dos preços, mas não uma teoria das organizações. Assim, a empresa é a unidade de base da análise, mas a teoria não apreende o

funcionamento das organizações, não explica o comportamento da gestão nas grandes empresas e o meio onde a empresa actua não tem em conta a incerteza, os custos de informação e de transacção e ainda a protecção do ambiente.

O conceito de empresa da teoria da agência é próximo do que estabelece a teoria dos direitos de propriedade. A empresa é um conjunto de contratos entre factores de produção, onde cada um desses factores se motiva no seu próprio interesse, isto é, enfatiza-se a propriedade dos factores de produção e os direitos que na organização são estabelecidos por contratos. Assim, os accionistas de uma sociedade não são os proprietários da empresa, mas os proprietários dos capitais que subscreveram e realizaram nessa sociedade. Esta definição permite-nos verificar por que é que o controlo das decisões da empresa não é exclusivo dos accionistas, mas de todos os fornecedores de factores de produção, na medida em que suportam igualmente risco quando facultam esses factores a empresa. Mas como são os accionistas que suportam o risco máximo, a função de controlo, é evidente, deve pertencer-lhes.

Em síntese, o conceito de empresa, como todas as organizações, não considera apenas os contratos ligados à função produção em sentido restrito, mas introduz outros contratos fixados entre a organização e o meio, ou seja, clientes, fornecedores, credores, etc. Assim, no interior dum quadro de relações contratuais (a empresa), realiza-se um processo complexo de equilíbrio entre os objectivos conflituosos dos indivíduos.

A teoria "moderna" da empresa apoia-se sobre uma visão interactiva do comportamento das organizações. Os contratos que definem as relações que se estabelecem entre as funções de propriedade, de decisão e de controlo, evoluem de acordo com o meio onde a empresa está inserida, com a natureza da actividade e com a complexidade da sociedade.

Todas as formas organizacionais, nesta teoria, surgem como uma modalidade particular permitindo gerar relações de agência. Num dado momento a estrutura de uma sociedade representa um equilíbrio que resulta das pressões concorrenciais que são exercidas sobre os diferentes mercados externos, mas também das medidas e disposições internas. Este equilíbrio evolui em função das modificações que se operam sobre os mercados e também em função das variações que se verificam no plano jurídico, económico e tecnológico em sentido lato. O que significa que todas as estruturas são equivalentes, não se excluindo

no entanto, a existência transitória de estruturas inadaptadas¹. É possível justificar essa existência pelos custos incorridos por cada uma das estruturas de propriedade/decisão.

Na década de oitenta, o problema da separação entre propriedade e decisão volta a ser investigado tendo como resultado novas definições de: empresa, responsabilidade social, função objectivo, estrutura de capital óptima, organização, etc. Esta investigação recai apenas sobre duas formas extremas de organização: as sociedades com separação propriedade/decisão, identificadas com as grandes empresas de capital fortemente disperso e as sociedades onde não se verifica separação entre propriedade/decisão e que podem ser enquadradas na teoria neoclássica da empresa onde se destaca a figura do empresário.

A partir de uma concepção contratual, e recorrendo ao princípio da selecção natural, Fama e Jensen (1983) propuseram uma teoria das formas de organização privadas (sociedades) cuja actividade é determinada pela liberdade das trocas e dos contratos. Como existe concorrência entre as organizações, apenas as formas mais adaptadas sobrevivem que são, segundo os autores, as que conseguem fornecer os produtos e serviços procurados pelos consumidores ao mais baixo preço, mas permitindo cobrir os custos. Está aqui implícito o critério de minimização dos custos, como critério de sobrevivência das empresas. Nos custos estão incluídos os custos de agência que nas sociedades geridas são uma componente importante.

Dentro das organizações empresariais, existem diversos tipos de contratos que definem a natureza dessas organizações; entre eles figuram os contratos que se estabelecem entre a empresa e os fornecedores de capital em sentido lato. O risco que cada um dos fornecedores desse capital corre é muito variável, dependendo da estrutura do contrato estabelecido.

A empresa "moderna" é representada por um conjunto de contratos...

3.4 Os custos de agência

A teoria da agência assenta a sua abordagem em duas hipóteses fundamentais de comportamento:

1) Admite-se que todos os agentes actuam de forma a maximizar a sua função de utilidade;

¹ *Tese da neutralidade de Fama e Jensen (1983).*

2) Os indivíduos são capazes de antecipar racionalmente e sem viés a incidência das relações de agência sobre o valor futuro do seu património.

Por consequência, os indivíduos nas suas actividades cooperativas procurarão aproveitar as falhas nos contratos devidas à incerteza e à não observabilidade dos "esforços", para maximizarem a sua utilidade, eventualmente até em prejuízo dos outros. É evidente que os agentes económicos tentarão remediar as falhas que possam surgir nos contratos, porque se o não fizerem incorrerão em custos de agência. Estas situações geram conflitos, mas do ponto de vista da teoria positiva da agência são os conflitos entre accionistas e gestores que merecem um estudo particular. Os custos de agência podem resultar de diversos conflitos, mas destacamos os seguintes:

1) Se existe contradição entre o objectivo da maximização da utilidade do gestor e o objectivo da maximização da riqueza do accionista;

2) Perante uma situação de propriedade parcial, o agente (gestor) pode ser incentivado a consumir um excesso de "privilégios", isto é, usufruirá benefícios para além do que está normalmente estabelecido para o caso de um único proprietário;

3) Se existe informação assimétrica entre os gestores e os accionistas. Os primeiros, no interior da empresa, estarão concerteza melhor informados acerca dos valores futuros da empresa, e por causa do problema do "risco moral", esta informação não será transferida para o mercado com precisão o que implica assimetria dessa informação;

4) Como o risco suportado pelos gestores é maior do que o risco suportado pelos accionistas, porque aqueles investem na empresa também o seu capital humano (em situação de propriedade parcial); logo, serão motivados a procurar investimentos menos arriscados.

A teoria financeira da agência concentra-se na relação que se estabelece entre diferentes grupos de detentores de títulos (acções e obrigações) num contexto de financiamento óptimo para a empresa. No entanto, esta teoria pode ser considerada como uma aplicação da teoria económica de agência às relações contratuais financeiras. Todavia, a característica que mais distingue a teoria financeira da agência é a existência de mercados financeiros, onde os agentes podem operar, no sentido de obter financiamentos ou diversificar os seus riscos.

Pesquisas recentes, na área da teoria da agência, pressupõem que a utilidade dos gestores é especificada como função da sua riqueza no final do período, e do montante de "esforço" que investem na empresa.

Assumem ainda que o esforço (trabalho desenvolvido pelo gestor na área da sua especialidade) gera desutilidade para o agente e, por outro lado contribui para o output da empresa. O problema do principal é determinar um montante de compensações que seja justo e suficiente para motivar o agente a empregar o seu "esforço" máximo na execução das tarefas para que foi mandatado. Logo que se estabeleçam essas compensações entre as partes estará definido um acordo de onde resulta um contrato entre ambas. É por este facto (conforme já referimos) que a teoria da agência também é conhecida por teoria dos contratos.

O output da empresa, então, é uma função dos esforços do agente e depende dos estados da natureza que são aleatórios, logo escapam ao controlo quer do principal quer do agente.

Nos modelos económicos o nível de propriedade parcial é endógeno e a distribuição do output é determinada pelo contrato de emprego.

Também, é quase claro que, se existe um contrato perfeito disponível, isto é, com informação completa, o incentivo ao risco e os problemas resultantes de serem desprezadas as oportunidades de investimento, podem ser resolvidos com dispositivos contratuais que garantam particulares conjuntos de projectos (retornos).

Quanto maior for o montante de capital necessário para financiar a empresa, maior é a perda de valor devida ao consumo excessivo de "privilégios". Por outras palavras, na tentativa de financiar a empresa através da venda de capital social, o empresário sofre uma perda de bem-estar que pode ser entendida como um custo de agência.

No que se refere aos conflitos devidos a um problema de informação assimétrica (na teoria financeira da agência, em que existem mercados financeiros e uma relação de agência entre gestores/accionistas), podemos apresentar o seguinte exemplo: o gestor de uma empresa procura financiar um projecto vendendo títulos e a verdadeira natureza da distribuição de retornos do projecto é desconhecida no mercado. O gestor possui informação valiosa acerca do projecto, que não está disponível no mercado. Se a informação que o gestor detém passar para o mercado sem ambiguidade, este atribuirá ao projecto um determinado valor (seja V_x). Caso contrário, o mercado é incapaz de distinguir este projecto de um outro menos lucrativo com um valor, por exemplo V_y . Não estamos aqui perante o caso em que o gestor detém a totalidade da informação disponível e o mercado não possui qualquer informação, mas perante o caso em que o gestor possui alguma informação valiosa, indisponível para o mercado, e sem a qual o mercado não pode

identificar a verdadeira natureza do projecto antes de ser executado.

Esta assimetria pode ser resolvida, com custo, através de vários "mecanismos de sinalização" (teoria dos sinais). Na ausência de um sinal, sem ambiguidade, prestado pelo gestor, este obterá menos na venda dos títulos do que o seu justo valor reflectido no projecto X. A diferença entre o preço justo e o preço real é um custo de agência associado com a assimetria da informação.

O problema apresentado é apenas um dos que podem resultar do facto de a informação não ser simétrica, mas este é um problema particular de agência, porque ele não pode ser resolvido gratuitamente através da arbitragem no mercado financeiro. Consequentemente, este problema pode tornar-se mais significativo do que os outros dado que, de certo modo, pode conduzir a ganhos diferenciais entre os títulos que fazem parte da estrutura óptima de capital.

Um outro problema de informação imperfeita verifica-se na relação principal/agente (em que o primeiro delega autoridade ao segundo para que actue no seu interesse) quando o esforço dispendido pelo agente é desconhecido do principal.

Os custos de agência associados ao problema da informação assimétrica são diversos, apresentaremos alguns exemplos:

1) Num modelo principal/agente com "risco moral" puro, admitamos que o agente toma uma acção, com custo, que tem um resultado incerto. Se o principal observa o resultado, mas não observa o trabalho desenvolvido pelo agente, aquele pode estabelecer uma regra de pagamento a este, baseada no resultado, donde derivem incentivos apropriados que conduzam o agente a actuar em conformidade. Se os dois intervenientes (principal e agente) têm atitudes diferentes face ao risco, e o agente tem algumas limitações quanto ao nível da sua utilidade para aceitar o "contrato", gera-se então um conflito entre a cláusula incluída relativa aos incentivos e a divisão do risco, e o resultado é menos eficiente do que no caso de o principal poder observar, gratuitamente, a atitude do agente. Neste caso, qualquer informação sobre a acção do agente, não importa que seja imperfeita, é valiosa, se não resultar da observação do resultado. Esta informação denomina-se "informação para controlo".

2) As empresas são incapazes de comunicar aos investidores as perspectivas futuras com alguma verosimilhança; logo, a resultante dum problema de selecção adversa pode causar perdas no bem estar social, o que induzirá as empresas a absterem-se de aceitar

oportunidades de investimento que poderiam ser muito lucrativas.

3) Apesar da informação assimétrica, existe a possibilidade de oportunidades de investimento serem ainda eficientemente financiadas (existindo na empresa uma estrutura ótima de capital no sentido de Modigliani-Miller¹), pela escolha apropriada de instrumentos de financiamento que revelem a informação privada das sociedades do interior da empresa para os investidores. Se os problemas devidos a informação assimétrica e de "anti-selecção" podem ser resolvidos pela política financeira, será mais eficiente empreendê-la e evitar assim outras formas de comunicação mais custosas.

Para a teoria da agência a política de financiamento é um instrumento de conciliação entre os diversos grupos de interesses presentes na empresa. Qualquer alteração na política financeira poderá ser um ótimo indicador (sinal) para o mercado, das expectativas reais da empresa.

Recentemente, avanços na literatura sobre este problema têm explorado os aspectos dos sinais transmitidos para o mercado através da política financeira. Os modelos utilizados contam, quer com a função "compensação dos gestores" calculada "ad hoc", quer com os custos especificados exogenamente, a fim de que haja equilíbrio na comunicação de sinais.

A teoria dos sinais preconiza que, o problema é motivar os gestores a comunicarem sem ambiguidade as mensagens através das quais o mercado poderá distinguir a verdadeira situação da empresa. Trata-se de encontrar um sistema que comporte compensações ou penalidades para os gestores.

4. A RESOLUÇÃO DOS CONFLITOS

4.1 A disciplina exercida pelos mercados

A concorrência no mercado de bens e serviços representa uma primeira restrição para o gestor que gere a empresa em detrimento dos accionistas. No caso de um gestor-proprietário o consumo muito significativo de "privilégios", que se repercutirá nos preços, torna a empresa menos competitiva. A pressão concorrencial impede, portanto, o gestor de consumir, excessivamente, tais "privilégios".

¹ "A política de financiamento da empresa não afecta o custo do capital e, por essa via, tudo o resto igual, ela não tem qualquer influência sobre o valor da empresa".

No caso de separação accionistas/gestores e supondo que existem simultaneamente empresas que são geridas pelos empresários e outras que são administradas pelos gestores, os mecanismos de mercado limitam os gestores das empresas onde existe relação principal/agente, isto é, empresas administráveis, a gerir de acordo com os interesses dos accionistas, criando pela via dos preços uma interdependência entre as actuações e as funções de utilidade dos gestores dos dois tipos de empresas.

Todavia, as forças do mercado podem ser insuficientes para novas actividades ou as que se caracterizam por rendimentos substanciais; e neste caso torna-se necessário recorrer a outras espécies de controlo.

O mercado de trabalho, onde o capital humano é avaliado, joga um papel também muito importante. Mais especificamente, o mercado dos quadros dirigentes tem um papel preponderante a desempenhar. O valor do capital humano dos gestores no mercado do trabalho depende principalmente das suas "performances", isto é, das suas realizações passadas, e este factor será determinante para a fixação da sua remuneração. É por este facto que a indexação da remuneração sobre a "performance" incentiva os gestores a gerir em conformidade com os interesses dos accionistas. Se não existe ligação entre "performance" e remuneração, os gestores mais competentes têm todo o interesse em deixar a empresa. Por sua vez, o mercado do trabalho, para que seja eficaz, conduzirá os gestores mais capazes para as empresas mais realizadoras ou mais rendíveis.

O mercado financeiro é o último a jogar um papel importante na resolução dos conflitos e os seus mecanismos de controlo actuam a diversos níveis:

1) Os accionistas descontentes têm sempre a possibilidade de vender os seus títulos, fazendo assim baixar o valor da empresa. A descida da cotação pode ter várias consequências negativas para os gestores, a sua remuneração baixará se estiver indexada à cotação ou se detiverem acções da empresa, e ainda haverá dificuldade na emissão de novos títulos.

2) O mercado financeiro permite a uma empresa tomar o controlo de outra empresa através de operações especiais. É também o mercado do "controlo das sociedades" e constitui o lugar onde as equipas de gestores se confrontam, tendo como objectivo o controlo dos recursos das sociedades. A análise dos processos das "tomadas de controlo" tanto do ponto de vista teórico como empírico, tem sido objecto de estudo. Na sua maioria os estudos empíricos incidem sobre os efeitos das "tomadas de

controle” sobre as cotações das acções das empresas. Em caso de sucesso na ”tomada de controle”, a cotação das acções da empresa alvo aumenta sensivelmente. Inversamente em caso de insucesso, a cotação das acções, na maioria das vezes, baixa. Supõe-se que o ganho é devido à modificação da equipa dirigente da empresa alvo.

3) Alguns contratos, tais como as opções negociáveis sobre o mercado financeiro, permitem resolver certos problemas resultantes da relação de agência e da assimetria da informação entre gestores e accionistas.

Mas há autores que sustentam que não são os accionistas que têm poder de controlar os gestores, mas apenas o sistema bancário permite assegurar esse controle.

De um modo geral, os sistemas externos de controle dos gestores não são suficientes para os obrigar a agirem no interesse dos accionistas completamente. Esta ineficácia parcial pode ser explicada pela concorrência imperfeita ou a falta de eficiência dos diferentes mercados, nomeadamente o mercado financeiro.

4.2 A disciplina exercida pelo controle interno

Os sistemas internos de controle nas sociedades por acções que são mais referidos pelos teóricos da agência (nos USA e em França), e que foram também objecto de algumas análises empíricas, são entre outros: a hierarquia, a vigilância mútua (dos accionistas aos gestores e vice-versa) e o Conselho de Administração.

Existe um outro meio de controle à disposição dos accionistas que é o direito de voto, embora se constate uma taxa de abstenção muito elevada nas diferentes assembleias gerais que têm lugar nas sociedades por acções. Uma vez que os accionistas não aproveitam esta forma de controle porque é que as acções são sempre emitidas com o direito de voto? Porque o direito de voto é o direito de tomar as decisões que não estão explicitamente regulamentadas na lei ou nos estatutos, isto é, o direito de poder delegar as referidas decisões no Conselho de Administração. Por outro lado, existem accionistas que detêm uma parte significativa do capital e este facto permite-lhes usar o seu direito de voto para exercer o controle sobre a empresa. Assim, o direito de voto surge associado à realização da função de assunção do risco e permite disfarçar o carácter incompleto dos contratos e, sobretudo, da o direito de modificar a equipa de dirigentes. Este direito pertence apenas aos accionistas porque estes são os credores residuais. O valor do direito de voto é reconhecido pelo mercado financeiro, porque se

verifica que a cotação das acções aumenta quando surgem conflitos de maioria. Por sua vez, a constituição de blocos de controlo, na medida em que faz reduzir os custos, tem um efeito favorável sobre a cotação das acções.

Quanto ao papel da hierarquia e da fiscalização como meios de controlo interno para diminuir ou mesmo limitar os conflitos accionistas/gestores é inegável. A hierarquia apoiada pelas regras de jogo das organizações (informação contabilística, orçamento, etc.) permite assegurar o controlo dos agentes que exercem a função de decisão. A vigilância e fiscalização mútuas são um meio de controlo menos formal do que o controlo hierárquico, mas são postas em prática pelos agentes porque a valorização do capital humano de cada um depende da "performance" (dos resultados positivos) global da empresa.

A teoria positiva da agência, que se tem preocupado quase exclusivamente com os conflitos entre gestores e accionistas, não tem prestado grande interesse à investigação da problemática do controlo interno através da hierarquia e da vigilância mútua, dado que não existe qualquer estudo mostrando a influência da estrutura hierárquica ou das modalidades de exercício da vigilância mútua sobre os custos de agência. Pelo contrário, os sistemas de remuneração e motivação dos gestores, como forma de resolver os conflitos, têm sido objecto de grandes investigações. Aliás, foram criadas, para colmatar os custos de agência ligados aos conflitos, múltiplas modalidades de remuneração e motivação.

E qual será o papel do Conselho de Administração na resolução dos conflitos? O Conselho de Administração é eficaz para controlar os principais gestores em sociedades com capital disperso e onde a separação entre a propriedade (assunção do risco) e a função de decisão é muito acentuada¹. O controlo exerce-se de duas formas distintas: por um lado, a vigilância mútua entre os gestores que estão presentes no Conselho de Administração; por outro, a vigilância e fiscalização da presença e qualificação dos administradores que não são gestores. Para que a vigilância mútua se possa operar é necessário que uma de duas situações se verifique: pertençam ao Conselho de Administração diversos gestores de modo a poderem informar-se, directamente, das decisões tomadas; ou então conseguirem ser informados de determinadas decisões, junto dos gestores que não são administradores. A presença no Conselho de Administração de alguns administradores

¹ *Fama e Jensen (1983).*

externos à empresa é uma condição necessária da eficácia do controlo. Para estes administradores externos torna-se importante a qualificação porque podem existir problemas aos quais terão de dar solução, atendendo ao facto de serem especialistas. Na maioria das vezes actuarão como árbitros nos desacordos que possam gerar-se entre os gestores. Esta função de arbitragem exige uma competência específica dos administradores externos e ausência de conluio com alguns dos gestores.

Em Portugal não é legalmente possível o Conselho de Administração deter as atribuições que acabamos de descrever. Existem outros órgãos nas empresas aos quais é cometida a função controlo. Por isso, o caso português poderá ser cuidadosamente abordado num outro desenvolvimento.

4.3 A política financeira e a resolução dos conflitos

A interpretação da política financeira das empresas e dos produtos financeiros como modo de resolução dos conflitos entre os gestores, accionistas e credores constitui um dos eixos principais do desenvolvimento da teoria da agência, o que permite propor diferentes explicações para fenómenos tais como a política de dividendos ou a existência de obrigações convertíveis, que eram antes pertença da teoria financeira.

Os inúmeros mecanismos de controlo, quer interno quer externo, já referidos, permitem uma redução dos custos de agência induzidos pelas divergências entre accionistas e gestores, mas a política de dividendos e o endividamento podem ser interpretados, também, como modos de resolução destes conflitos, porque a política de distribuição de dividendos é um meio de disciplinar os dirigentes. É evidente que, quanto maior for a distribuição de dividendos, maior será o recurso ao mercado financeiro por parte da empresa, para satisfazer as necessidades de financiamento (tudo o resto igual); esta utilização do mercado financeiro constitui um meio de controlar a gestão da empresa. Por causa deste argumento, as sociedades com crescimento acelerado, e que por este facto recorrem com frequência ao mercado financeiro para se financiarem, devem distribuir mais dividendos.

A política de endividamento pode igualmente ser interpretada como uma forma de resolução dos conflitos entre os accionistas e os gestores, porque o gestor de uma empresa endividada é obrigado a realizar uma gestão eficaz para fazer face ao serviço da dívida. O risco de falência é maior, mas o mercado supõe que o gestor obterá melhores desempenhos e que maximizará o valor da empresa. Logo, uma empresa que está em

crescimento pode evitar os custos de agência ligados a dispersão de capital financiando o seu desenvolvimento por endividamento. Todavia, o financiamento através do endividamento induz igualmente custos de agência que compensam aquela vantagem.

5. CONCLUSÕES

A eficácia económica de uma empresa, com um grande número de accionistas, explica-se primeiro, pelas vantagens associadas a uma forma particular de estrutura organizacional; segundo, porque estas empresas implantam sistemas de decisão que limitam os custos de agência inerentes ao tipo de organização escolhido.

Estando definido um sistema de decisão adequado, é necessário estabelecer formas de remuneração que incentivem os gestores a gerirem as empresas em conformidade com os objectivos dos accionistas. Assim, a remuneração deverá ser ajustada em função do desvio verificado entre a "performance" esperada e a realizada pelos gestores, em dado período, pelo que os resultados obtidos por estes estão ligados aos das empresas. A medida da "performance" das empresas depende do seu valor de mercado para as sociedades cotadas e do resultado contabilístico para as empresas não cotadas.

BIBLIOGRAFIA

- **Barnea**, A. Haugen, R. e Senbet, L., 1985, *Agency Problems and Financial Contracting*, Prentice-Hall.
- **Berle**, A. e Means, G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- **Coase**, R. H., 1960, "The Problem of Social Cost", *Journal of Law and Economics*, 3, MAI., pag. 1 a 44.
- **Fama**, E.F. e Jensen, M.C., 1983, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, pag. 301 a 326.
- _____, e Jensen, M.C., 1983, "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, 26, pag. 327 a 350.
- **Jensen**, M.C. e Meckling, W.H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), OUT., pag. 305 a 360.
- **Miller**, M.H., 1988, "The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years", *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), pag. 99 a 120.
- **Modigliani**, F. e Miller, M.H., 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 49(3), JUN., pag. 261 a 297.