

FERRAMENTAS COMPORTAMENTAIS PARA AUXILIAR A TOMADA DE DECISÃO DE SÓCIOS EM OPERAÇÕES DE FUSÃO E AQUISIÇÃO

BEHAVIORAL TOOLS TO ASSIST SHAREHOLDERS ON MERGERS AND ACQUISITIONS DECISION MAKING

*Marcia Carla Pereira Ribeiro*¹
Universidade Federal do Paraná

*Pedro Henrique Carvalho da Costa*²
Universidade Federal do Paraná

Resumo:

O artigo analisa operações de fusão e aquisição de participação societária com o objetivo de formular sugestões sobre como auxiliar os sócios na tomada de decisão sobre a concretização ou não dessas operações. O objetivo foi demonstrar que há fatores não econômicos que influenciam a decisão de administradores sobre a concretização dessas operações e que é papel do jurista conceber formas de minimizar o impacto desses fatores para o resultado desses procedimentos. Dentre esses fatores, destacam-se as heurísticas e os vieses, ferramentas da economia comportamental para a melhor compreensão da racionalidade humana. A pesquisa encontrou a presença forte do viés do otimismo em administradores de empresas, especialmente em homens em posições hierarquicamente elevadas. Concluiu-se, com base na economia comportamental, que há formas de reduzir o alcance desses fatores psicológicos, com medidas que ampliem o acesso dos sócios a todas as informações sobre a operação em questão, bem como a criação de incentivos (*nudges*) para incentivar a realização de determinadas condutas benéficas. A metodologia utilizada foi a dedutiva, com base na revisão bibliográfica de textos do direito societário e da análise econômica do direito, inclusive com uso de dados extraídos da bibliografia.

Palavras-chave:

Direito Societário. Fusões e aquisições. Análise econômica do direito. Economia comportamental. Tomada de decisão.

Abstract:

This paper analyses mergers and acquisitions, with the objective of conceiving suggestions on how to assist shareholders on their decision making about materialize such operations or not. The objective was to demonstrate that there are non-economic factors that influence managers' decision making about performing such operation and that it is the duty of jurists to conceive methods of minimizing the impact of these factors to the result of said procedures. Among these factors, heuristics and biases are highlighted, tools of behavioral economics for a better understanding of human rationality. The research found a strong presence of the optimism bias on company's managers, especially amongst male managers. It concludes, based on behavioral economics, that there are possibilities for the reduction of said psychological factors, with measures that amplify shareholders' access to information about the operation in question, as well as the creation of nudges to stimulate certain beneficial conducts. The methodology utilized was deductive, based on the bibliographical revision of Corporate Law and Law and Economics papers, including data found on said papers.

Keywords:

Corporate Law. Mergers and acquisitions. Law and Economics. Behavioral Economics. Decision making.

¹ Mestrado e Doutorado pela Universidade Federal do Paraná. Professora Titular da Pontifícia Universidade Católica do Paraná e da Universidade Federal do Paraná. Professora do Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná e da Universidade Federal do Paraná. Pós-doutorado pela EDESP/FGV, Universidade de Lisboa e Paris I Panthéon/Sorbonne.

² Mestre em Direito das Relações Sociais pela Universidade Federal do Paraná (2022). Especialista em Direito Empresarial pela Academia Brasileira de Direito Constitucional (2021). Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná (2018). Professor do Curso de Negócios Internacionais da Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Vice-Presidente da Associação Paranaense de Direito e Economia. Advogado.

1 INTRODUÇÃO

O artigo analisa operações de fusão e aquisição de participação societária sob a perspectiva da economia comportamental, especificamente com o objetivo de cogitar formas pelas quais o direito possa auxiliar os sócios na tomada de decisão sobre a realização dessas operações.

Primeiramente, serão introduzidos os conceitos de vieses e heurísticas, fundamentais para a economia comportamental, demonstrando-se que mesmo em ambientes sofisticados e competitivos, pessoas não estão alheias às falhas na racionalidade. Estudos sobre o comportamento de administradores serão apresentados para embasar o que se alega, especialmente no que tange ao otimismo excessivo que empresários tendem a apresentar.

Na sequência, os procedimentos de concentração empresarial, denominados pela expressão fusões e aquisições, serão introduzidos. Administradores são incentivados a buscarem esses processos por razões econômicas, como sinergia entre as empresas envolvidas e busca de aumento de espaço no mercado, mas também por questões psicológicas, como o mencionado otimismo em excesso e satisfação pessoal, mesmo que em detrimento das sociedades que administram.

Por fim, algumas formas de auxiliar os sócios na tomada de decisão sobre concretizar ou não essas operações serão apresentadas. Como é a estes que cabe a decisão final sobre a realização da operação, é necessário que sejam ofertados meios para que tenham acesso a informações completas, sendo papel do direito societário e da análise econômica refletir sobre estratégias para minimizar a incidência de comportamentos ineficientes e indesejáveis.

Para a análise realizada, foi utilizado precipuamente o método dedutivo, com base na revisão bibliográfica de autores nacionais e estrangeiros sobre direito societário e análise econômica do direito. Em especial, a base para a análise foi a economia comportamental e suas ferramentas.

2 HEURÍSTICAS E VIÉSES PRESENTES NO MEIO EMPRESARIAL

A análise econômica do direito, metodologia que utiliza as ferramentas da ciência econômica para o estudo do direito, é especialmente útil para a compreensão do direito empresarial e sobre como agentes econômicos agem nesse meio.

As teorias econômicas tradicionais concebem seres humanos como agentes racionais, capazes de escolher com base na maximização de seus interesses (POSNER, 1986, p. 3). A base para esse pensamento é a teoria da escolha racional, segundo a qual as pessoas escolherão, sempre, dentre as opções que lhes são apresentadas, as que lhes trarão mais satisfação (MACKAAY; ROUSSEAU, 2015, p. 31).

Essa concepção da racionalidade de forma completa, contudo, deve ser analisada de forma crítica. Na prática, decisões não ótimas são tomadas corriqueiramente, fugindo do padrão previsto pela ciência econômica tradicional. É mais adequado se trabalhar com uma concepção de racionalidade limitada, seja por assimetrias de informação entre as partes envolvidas no negócio, seja por elementos não econômicos que afetam a tomada de decisão, como prazeres e ideais das partes (RIBEIRO, 2016, p. 62).

Referindo-se à análise econômica do direito, Richard Posner assume que tal concepção de racionalidade é uma abstração necessária para uma teoria científica, não servindo a teoria da decisão racional como uma teoria descritiva do comportamento humano (POSNER, 1986, p. 15-16).

A economia comportamental, por sua vez, complementa a metodologia da análise econômica do direito. Não se trata de uma proposta de substituição das teorias da análise econômica do direito tradicional, que ainda possuem importante papel ao caracterizar o que seria um comportamento racional. A economia comportamental se propõe a analisar como os seres humanos efetivamente realizam escolhas, com base em experimentos empíricos e com uso de teorizações de outras ciências sociais, em especial a psicologia (THALER, 2016, p. 1577).

Um dos pioneiros da economia comportamental, Herbert Simon, foi o primeiro a questionar o paradigma da racionalidade perfeita dos agentes econômicos, na década de 1950. Segundo Simon, o processo de tomada de decisão por parte de agentes econômicos dentro de firmas é complexo, obtido mediante a observação do que cada um dos agentes presentes realiza (YEUNG, 2019, p. 192).

Simon trabalhava com o conceito de racionalidade processual, em contraposição à racionalidade tradicional, que chamava de substantiva, vez que não negava a racionalidade humana, mas sim explicava que esta era resultado de processos mentais complexos e dinâmicos (YEUNG, 2019, p. 199).

Giovani Ribeiro Rodrigues Alves destaca a importância da economia comportamental e suas inovações:

A economia comportamental intensificou a crítica ao modelo neoclássico de estudo, reconhecendo que por mais que o foco de análise da economia seja a pessoa e ainda que esta tenha como característica o fato de ser essencialmente racional em suas escolhas, não se pode desprezar a constatação de que limitações de acesso à informação, dificuldades na compreensão de dados e outros fatores fazem com que as escolhas humanas não sejam as melhores em todas as situações que se apresentam no dia a dia (ALVES, 2019, p. 47).

Tratando da aplicação da economia comportamental à análise econômica do direito, Christine Jolls, Cass Sunstein e Richard Thaler mencionam que aquela não pressupõe que o comportamento humano é aleatório ou impossível de prever, mas sim que ele é sistemático e pode ser modelado, podendo contribuir com o poder analítico da análise econômica do direito (JOLLS; SUNSTEIN; THALER, 1998, p. 1475).

A perspectiva comportamental utiliza os conceitos de heurísticas e vieses para descrever limitações à racionalidade humana. O primeiro indica atalhos mentais para a tomada de decisão, os quais, apesar de muitas vezes serem úteis e simplificarem o processo decisório, podem levar a escolhas equivocadas. O segundo simboliza distorções no julgamento que as pessoas podem formular (RIBEIRO; DOMINGUES, 2018, p. 462).

Exemplos de vieses incluem o viés do presente, pelo qual pessoas tendem a supervalorizar o presente em detrimento ao futuro, muitas vezes não se atentando às consequências futuras de suas escolhas. Também a aversão à perda, segundo a qual perdas são mais impactantes que ganhos, além do excesso de confiança, que leva pessoas a acreditarem excessivamente em suas próprias capacidades e desconsiderar a possibilidade de ocorrência de efeitos negativos para si (SILVA JR.; LAGES; SILVA, 2019, p. 24-25).

Exemplos de heurísticas incluem a da representatividade, que leva pessoas a tomarem decisões com base em elementos que aparentemente são similares a uma preconcepção que possuem sobre o objeto em questão. Da mesma forma, a disponibilidade, mediante a qual pessoas creem que algo acontecerá ou deve ser verdadeiro em comparação a exemplos próximos que possuem (TVERSKY; KANHNEMAN, 1974, p. 1124-1127).

Mesmo em ambientes competitivos, como o empresarial, agentes econômicos envolvidos não estão alheios às falhas de racionalidade mencionadas. Em pesquisa realizada com investidores na bolsa de valores, Ricardo Alonso Gonzalez e Adriano Leal Bruni verificaram a presença de heurísticas afetivas e dos vieses do otimismo e da confiança na forma como as pessoas questionadas investiam (GONZALES; BRUNI, 2012, p. 12).

Administradores de empresas são particularmente afetados pelo viés do otimismo, o que os leva a tomar decisões mais arriscadas e com maior possibilidade de retorno. Isso possui um

efeito cíclico, vez que administradores mais ousados tendem a obter resultados melhores e, conseqüentemente, posições mais elevadas dentro da empresa (LANGEVOORT, 2011, p. 9).

Um estudo realizado com base nos 30 maiores processos de fusão nos Estados Unidos entre os anos de 1998 e 2000, com o objetivo de verificar quais fatores psicológicos afetaram a realização desses processos, verificou a presença do viés da miopia (que leva a tomada de decisões impulsivas, como reações de sociedades a mudanças que estão ocorrendo no mercado, focadas no presente, em detrimento do futuro) de forma significativa em 15 das operações realizadas, e da aversão à perda em 25, dentre outros fatores analisados (FANTO, 2000, p. 24).

Outra heurística que é verificada com frequência em empresários é a ancoragem, que representa a tendência que pessoas possuem de sobrevalorizar um valor ou ponto de referência inicial para a tomada de decisões, ponto este que se torna de difícil desvinculação posteriormente, mesmo que seja, na realidade, irrelevante para o resultado (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974, p. 1128).

Para verificar a constância dessa heurística, Daniel Fonseca Costa, Bruno César de Melo Moreira, Francisval de Melo Carvalho e Washington Santos Silva realizaram um experimento com 86 contadores e 68 administradores e, como grupo de controle, 118 pessoas com profissões diversas. O experimento consistia na decisão sobre abrir ou não uma filial de uma empresa. Com base nos dados fornecidos, os entrevistados deveriam realizar projeções mínimas e máximas de variáveis solicitadas. A hipótese formulada era de que o valor das projeções estaria diretamente relacionado com o valor dos dados (valor elevado ou reduzido). O resultado do teste confirmou a hipótese, de que os dados fornecidos funcionaram como âncora para as projeções feitas pelos entrevistados (COSTA; MOREIRA; CARVALHO; SILVA, 2018, p. 430-433).

A racionalidade humana, dessa forma, é complexa, não podendo ser concebida como ilimitada ou sem faltas, já que todos os seres humanos, independentemente do contexto socioeconômico em que se encontram, estão sujeitos a limitações cognitivas que afetam sua tomada de decisão. Isso não representa um abandono à ideia de racionalidade humana, mas sim uma nova forma de a conceber, de forma mais realista e completa.

3 FATORES QUE INFLUENCIAM A REALIZAÇÃO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Para a análise que se pretende, é necessário contextualizar os processos de reorganização societária. No Brasil, eles são regulados tanto pela Lei nº 6.404/1976 (“LSA”) quanto pelo

Código Civil. As leis citadas regulam quatro procedimentos, denominados de movimentos societários, pelo qual a sociedade (ou as sociedades) envolvida pode alterar sua estrutura.

São os procedimentos de fusão, cisão, incorporação e transformação. A fusão é “é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações” (228 LSA); a cisão “é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão” (229 LSA); a incorporação “é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações” (227 LSA); e a transformação é “a operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro” (220 LSA).

Considerando a dinamicidade da vida empresarial, na qual os agentes econômicos têm de se adaptar aos desafios e às novas realidades que lhes são apresentadas, essas operações possuem grande valia para empresários adaptarem seus negócios às necessidades que surgem (VERÇOSA, 2014, p. 234).

A prática empresarial consagrou a expressão *fusões e aquisições* (em inglês, *mergers and acquisitions*, ou M&A) para denominar operações de concentração empresarial, que englobam tanto a operação de fusão quanto a de aquisição de participação societária, na qual uma sociedade adquire parte ou a totalidade das quotas de outra sociedade, normalmente com aquisição do controle da sociedade *target*, para que ambas possam atuar em conjunto no mesmo setor (MIRANDA; MARTINS, 2016, p. 68-70).

Uma operação de M&A é composta de uma série de contratos, os quais possuem, como objetivo final, regular a operação de compra e venda de participação societária, perpassando por todas as necessidades que as partes encontrem durante a fase de negociação (GAUDÊNCIO; MCNAUGHTON, 2019, p. 7).

A operação de aquisição pode ser de três tipos: aquisição parcial (quando se adquire entre até 49% do capital votante da sociedade *target*); aquisição de controle (quando o capital adquirido corresponde a 50% a menos de 100% do capital votante); e aquisição total (quando todas as quotas ou ações são compradas). Ainda, essas operações podem ser qualificadas como domésticas, quando todas as empresas envolvidas possuem apenas capital nacional, ou transfronteiriças, quando envolvem empresas com sede em países distintos (MARION FILHO; VIEIRA, 2010, p. 111).

A década de 1990 apresentou um crescimento significativo na quantidade de operações de M&A transfronteiriças. Entre 1993 e 1998, aproximadamente 76,4% dos fluxos de

investimento estrangeiro dos Estados Unidos e da União Europeia foram resultado de fusões ou aquisições. Em 1997, essas operações já representavam perto de 90% do total de investimento estrangeiro direto dos Estados Unidos, sendo que, em comparação com o ano anterior, houve um aumento de 53% de crescimento no setor, movimentando um total de US\$ 115 bilhões (MIRANDA; MARTINS, 2000, p. 67).

No Brasil, operações de M&A igualmente tomaram fôlego a partir da década de 1990, devido a reduções a restrições no comércio internacional, a desregulamentação de mercados, a onda de privatizações e a liberalização financeira (MARION FILHO; VIEIRA, 2010, p. 110). Entre os anos de 1992 e 2006, foram realizadas 4.032 operações de M&A, das quais 1.803 envolveram apenas sociedades domésticas e 2.343 foram transfronteiriças (MARION FILHO; VIEIRA, 2010, p. 124). Os principais setores econômicos envolvidos foram o de alimentos, bebidas e fumo (com mais de 450 operações) e de tecnologia da informação (com mais de 300) (MARION FILHO; VIEIRA, 2010, p. 125).

Os motivos para a realização de operações de M&A podem ser explicados tanto pelo objetivo de maximização do valor das empresas envolvidas, quanto de seus sócios, bem como pela maximização da utilidade gerencial, pelo qual administradores buscam esses processos para aumentar suas remunerações e oportunidades (CAMARGOS; COUTINHO, 2008, p. 282-283).

Sociedades que se relacionam por fusões ou aquisições acreditam na sinergia entre si, partindo do pressuposto de que a operação irá contribuir estratégica ou financeiramente para suas atividades. A intenção de compra, ainda, pode ser influenciada por fatores como a necessidade de diversificação de seus negócios, de aquisição de novas tecnologia ou aumento de participação de mercado (TANURE; CANÇADO, 2005, p. 12).

Analisando 106 operações realizadas no Brasil entre os anos de 1996 e 2001, Betania Tanure e Vera L. Cançado verificaram que as principais justificativas que motivaram a concretização das operações foram, da parte da sociedade adquirente: aumento de participação (23,4%), localização geográfica (14,3%), penetração em novos mercados (11,7%) e aquisição de marcas (5,2%). Da parte da sociedade adquirida, os motivos predominantes eram a situação financeira precária da sociedade (44,6%) e as boas condições de negociação (17,6%) (TANURE; CANÇADO, 2005, p. 15-16).

Fusões e aquisições não são concretizadas somente por fatores econômicos. Conforme discorrido na primeira parte, administradores de empresas estão sujeitos a fatores psicológicos que influenciam sua tomada de decisão, inclusive para a concretização de operações de concentração societária.

Em estudo realizado com 20 executivos de bancos alemães, Carsten Lausberg e Teresa Stahl buscaram averiguar a presença de motivos não econômicos para a realização de fusões e aquisições. A pesquisa buscou verificar a presença de motivos relacionados a poder, realização pessoal, busca de novas sensações e prestígio na decisão sobre buscar e realizar operações de fusão ou aquisição que envolvessem apenas benefícios para os administradores ou apenas benefícios para a sociedade adquirente (LAUSBERG; STAHL, 2009, p. 7).

Como grupo de controle, foram colhidas respostas de 40 estudantes de administração da Universidade de Hohenheim. Os resultados da pesquisa indicaram que os administradores de bancos eram mais inclinados a buscar operações que auferissem benefícios somente para si, mesmo que em detrimento da sociedade que geriam, contrastado aos estudantes, que buscavam como mais frequências operações em que somente a sociedade obtivesse lucro (LAUSBERG; STAHL, 2009, p. 12).

Isso levou à confirmação das hipóteses que foram formuladas inicialmente, de que administradores são influenciados por motivos alheios aos econômicos em operações de M&A (LAUSBERG; STAHL, 2009, p. 18).

O estudo de James A. Fanto também verificou a presença de fatores psicológicos (vieses e heurísticas) nas motivações para a concretização dos maiores processos de M&A nos Estados Unidos entre os anos de 1998 e 2000. Além da miopia e da aversão à perda já mencionados acima, a aversão a extremos foi verificada de forma “forte” em 12 das 30 operações; o excesso de otimismo em 11; o viés da retrospectiva em 3; e ancoragem em 13 (FANTO, 2000, p. 24).

A pesquisa notou que a maior presença desses fatores, quando tomados em sua totalidade, não implica necessariamente uma perda de valor para as sociedades envolvidas. Há, contudo, uma possível correlação entre a maior presença de miopia, aversão à perda, aversão a extremos, otimismo excessivo e ancoragem com o resultado das operações, visto que as operações em que estavam mais presentes foram as que obtiveram resultados menos favoráveis (FANTO, 2000, p. 53-54).

O viés do otimismo também pode ser visto com destaque nessas operações. Considerando que muitas das sociedades adquiridas encontravam-se em situação financeira precária, conforme estudo de Tanure e Cançado, é possível inferir que os administradores e sócios da sociedade adquirente acreditam em sua capacidade de reerguer o negócio, independentemente de se encontrar em situação deficitária.

Nos Estados Unidos, onde companhias de capital aberto devem protocolar documentos contendo as informações da fusão na *Securities and Exchange Commission* para os sócios se informarem da operação, foi verificado que os referidos documentos tendem a somente destacar

os aspectos positivos da operação, sem levar em consideração outras consequências, servindo como âncora (ponto de referência pelo qual decisões são tomadas) para os sócios, que não necessariamente terão uma visão global da operação (FANTO, 2000, p. 67).

Uma teoria relacionada ao excesso de otimismo levantada por Sergio Garcia Long (2018, p. 497) é que administradores homens tendem a realizar operações de aquisições mais arriscadas que administradoras mulheres.

Um estudo realizado por Jiekun Huang e Darren J. Kisgen (2012, p. 2) nos Estados Unidos encontrou resultados que confirmam essa hipótese, verificando que empresas geridas por mulheres realizam menos operações societárias, mas com melhores resultados para as empresas. Na mesma linha, mulheres no comando de empresas tendem a ser mais avessas ao risco, o que igualmente leva a melhores resultados (HUANG; KISGEN, 2012, p. 7).

Com base nos estudos indicados, é possível concluir que há uma miríade de fatores que incentivam e influenciam agentes econômicos a realizarem e concluírem operações de M&A, tanto relacionadas com aspectos econômicos quanto psicológicos.

4 RECOMENDAÇÕES COMPORTAMENTAIS PARA AUXILIAR A TOMADA DE DECISÃO DOS SÓCIOS

Administradores e sócios, apesar de inseridos em contextos que presumem uma racionalidade refinada (no termo da economia comportamental, espera-se que eles sejam *homo economicus*), não deixam de ser humanos, o que traz toda a carga de fatores cognitivos que afetam como decidem. O papel do direito societário, nesse cenário, é prever formas para que a tomada de decisão seja tomada da forma mais eficiente possível.

O processo de negociação de uma fusão ou de uma aquisição é realizado pelos administradores das sociedades envolvidas, que não são necessariamente seus sócios

(PARGENDLER, 2020, p. 31)³. Mas é a estes que cabe a decisão final sobre a concretização ou não da operação pretendida⁴⁻⁵.

Entre os sócios e os administradores é criada uma relação de agência, pela qual os administradores são os agentes e os sócios são os representados. Essa relação, por sua vez, pode tornar-se problemática, vez que administradores e sócios podem ter interesses distintos, sendo papel do direito societário conceber formas de minimizar esses conflitos (KRAAKMAN *et al*, 2018, p. 80).

Estratégias para minimizar os conflitos de agência entre sócios e administradores podem ser regulatórias, quando há uma regra prescritiva sobre como se dará a relação entre agente e representado, com o objetivo de restringir *ex ante* sua conduta, ou de governança, que “procuram facilitar o controle dos representados sobre o comportamento do agente” (KRAAKMAN *et al*, 2018, p. 83).

Dentre as estratégias regulatórias listadas por Reinier Kraakman *et al* que podem ser úteis para a tomada de decisão em processos de M&A está a criação de regras que proíbem determinados comportamentos (KRAAKMAN *et al*, 2018, p. 85) como, por exemplo, a negociação de uma fusão ou aquisição que não se mostre devidamente benéfica para a sociedade e para os sócios. Quanto a estratégias de governança, se mostra útil a criação de recompensas para a atuação proativa e em defesa dos interesses dos sócios (KRAAKMAN *et al*, 2018, p. 91).

Sob a perspectiva comportamental, é possível conceber modificações pontuais na legislação societária para auxiliar os sócios no momento da tomada de decisão. Possibilidade aventadas por James A. Fanto incluem um reforço ao dever de divulgação de informações, como assimilar um valor numérico às razões que levaram os administradores a buscarem a operação, bem como a necessidade de explicações detalhadas sobre todas as vantagens e possíveis desvantagens da operação, assim como o uso de pareceres de bancos investidores,

³ Parte-se da premissa da separação entre propriedade das quotas ou ações e gestão da sociedade, como um dos elementos fundamentais do direito societário. Caso a sociedade possua mais de um sócio e somente um deles seja administrador, os conflitos de agência mencionados ainda estarão presentes. Isso também é verdadeiro caso de se trate de uma sociedade unipessoal cujo sócio não é administrador. Somente na hipótese de se tratar de uma sociedade unipessoal em que o sócio único seja administrador não se verificarão esses conflitos de agência.

⁴ Artigo 122 da LSA. Compete privativamente à assembleia geral: VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas;

⁵ Artigo 1.071 do Código Civil. Dependem da deliberação dos sócios, além de outras matérias indicadas na lei ou no contrato: VI - a incorporação, a fusão e a dissolução da sociedade, ou a cessação do estado de liquidação;

devendo o banco indicar todos os possíveis resultados da operação, não somente destacando os aspectos positivos (FANTO, 2000, p. 70-72).

Regras mais rigorosas sobre o dever de informação, com a obrigação de elaboração de documentos completos que abranjam a totalidade das possibilidades de resultado da operação, podem amenizar o otimismo exacerbado que os administradores possuem, oferecendo aos sócios documentos e informações suficientemente neutros sobre a operação.

No Brasil, um dos documentos que deve ser elaborado para processos de fusão é a Justificação. Nela, dentre outros pontos, devem ser expostos “os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização”⁶. Uma modificação possível, nesta linha, seria aumentar os elementos obrigatórios da Justificação, incluindo um detalhamento das vantagens e desvantagens potenciais da operação, bem como as perspectivas para as sociedades envolvidas após a operação, possibilitando aos sócios que tenham acesso a informações mais completas.

Giovani Ribeiro Rodrigues Alves, por sua vez, sugere o uso de nudges em contratos de compra e venda de empresas como forma de estímulo a determinadas condutas (ALVES, 2019, p. 184). Nudges são incentivos, concebidos para manter a liberdade de escolhas das partes envolvidas, sem possuir caráter impositivo ou limitador, mas tentando auxiliá-las na tomada de decisão e estimulando determinados comportamentos (THALER; SUNSTEIN, 2019, p. 14).

Eles podem ser especialmente úteis em aquisições, vez que não há um regulamento legal expresso sobre seus requisitos ou como essas operações devem ser realizadas, havendo um amplo espaço para exercício da autonomia privada.

A criação de benefícios para os administradores agirem em conformidade com os interesses dos sócios, detalhando condutas que são consideradas positivas, pode ser considerado um poderoso *nudge*. Uma das possibilidades estaria em detalhar em que condições os administradores irão auferir benefícios se atingirem determinadas metas na operação, especialmente se essas previsões forem projetadas ao menos para o médio prazo, a depender do resultado da operação.

É importante destacar que, mesmo com *nudges*, os fatores psicológicos tendem a não desaparecer por completo, permanecendo o risco de os agentes econômicos adotarem comportamentos enviesados (KLOSS, 2019, p. 394). Essa solução não deve ser aplicada de forma isolada, portanto, devendo haver um fortalecimento das regras de divulgação de

⁶ Artigo 225 da LSA. As operações de incorporação, fusão e cisão serão submetidas à deliberação da assembléia-geral das companhias interessadas mediante justificação, na qual serão expostos: I - os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização;

informações nesses contextos, como melhor forma de possibilitar aos sócios tomarem decisões que melhor atendam a seus interesses.

Um outro tipo de *nudge* que pode ser concebido é para uma maior inclusão de mulheres em posições elevadas em empresas. Apesar da participação feminina no mercado estar crescendo nas últimas décadas, mulheres ainda recebem remunerações menores do que homens em posições similares, além de estarem menos representadas em cargos hierarquicamente superiores, sendo importante se conceberem novas e plurais formas para uma maior inclusão das mulheres em ambientes empresariais, inclusive como forma de efetivação dos direitos previstos na Constituição Federal (BONATTO, 2020, p. 147-150).

Considerando que mulheres em posições executivas tendem a realizar operações com melhores resultados a longo prazo, *nudges* que possibilitem uma maior inclusão em cargos elevados podem ser concebidos. Os *nudges* podem ser realizados pelo Poder Público, como com incentivos fiscais para empresas com CEOs femininas, algo que beneficiará a empresa em sua receita e com a possibilidade de uma gestão por uma administradora que trará melhores resultados para operações societárias realizadas, bem como pelo setor privado, com a cooperação mútua de empresas no mercado para valorizar a participação feminina, como a elaboração de *standards* benéficos para negócios geridos por mulheres (a título de exemplo: melhores condições na negociação de contratos).

Com base no estudo relacionado, verifica-se que a metodologia empírica da economia comportamental, preocupada em como seres humanos reais tomam decisões em contextos de recursos e informações escassas, pode ser extremamente útil para auxiliar agentes econômicos a tomarem melhores decisões.

A racionalidade humana foi ressignificada, para que seja possível a observação de situações reais e como comportamentos podem ser influenciados, em especial para que as trocas no mercado sejam feitas da forma mais eficiente possível.

5 CONCLUSÕES

Neste artigo, foi realizada uma análise sobre operações de M&A sob a perspectiva da economia comportamental, em especial sobre como auxiliar sócios a tomarem melhores decisões nesses processos.

A economia comportamental não deve ser vista como um abandono às prévias teorizações da análise econômica do direito, mas sim como um complemento, como um campo teórico voltado à compreensão de como pessoas efetivamente decidem, relativizando o dogma

da racionalidade ilimitada e assumindo que seres humanos são falhos em suas tomadas de decisão. Uma de suas principais postulações é que falhas na racionalidade afetam todas as pessoas, mesmo em ambientes sofisticados e competitivos, como é o empresarial.

Foi introduzida a temática das fusões e aquisições de participação societária, operações essenciais postas à disposição de empresários para melhor organizarem seus negócios. Os motivos que levam à concretização dessas operações são tradicionalmente vistos como econômicos, como aumento de espaço no mercado ou aquisição de novas tecnologias, mas administradores de empresas são influenciados por uma miríade de outros fatores, incluindo satisfação própria.

A tomada de decisão de administradores também é constantemente afetada pelo viés do otimismo excessivo, que os leva a tomarem decisões arriscadas, com alto potencial de retorno, mas que podem se mostrar prejudiciais para os sócios. Sócios que frequentemente receberão informações incompletas, sem considerar todas as possibilidades das operações e seus possíveis pontos negativos, vez que os administradores tendem a acreditar em seu potencial de retorno e de obtenção de sucesso, mesmo que a situação fática se mostre dúbia ou não tão favorável.

Considerando a relação de agência que se forma entre administradores e sócios, é papel do direito societário e da análise econômica conceber formas de minimizar os conflitos que podem surgir. As estratégias adotadas podem ser prescritivas, com alterações legislativas para aumentar o dever de divulgação de informações dos administradores, para que os sócios tenham acesso a todas as possibilidades que a operação pode trazer, bem como de governança, com a criação de incentivos para que administradores ajam de determinada forma, sempre no sentido do interesse dos sócios.

Estudos analisados também indicam que mulheres em posições administrativas tendem a realizar melhores decisões em processos de concentração empresarial, estando menos sujeitas ao viés do otimismo e sendo mais avessas ao risco. Pensar-se em incentivos para uma maior inclusão feminina no meio empresarial é medida que não somente atende aos objetivos constitucionais de uma sociedade mais igualitária, mas também é algo positivo para a saúde financeira das empresas envolvidas e, por consequência, de seus sócios.

A economia comportamental, com sua metodologia empírica, pode auxiliar na compreensão de operações de fusão e aquisição, bem como na elaboração de medidas para minimizar a incidência de fatores psicológicos na tomada de decisão dos sócios.

REFERÊNCIAS

ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. **Operações de compra e venda de empresas sob a perspectiva da economia comportamental**. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Jurídicas, Programa de Pós-Graduação em Direito. Curitiba, 2019.

BONATTO, Marina. Responsabilidade social corporativa na promoção da igualdade de gênero. In: PAMPLONA, Danielle Anne. PINHEIRO, Daniella Maria. FACHIN, Melina Girardi. PASSOS, Rafaella Mikos. **Novas reflexões sobre o Pacto Global e os ODS da ONU**. Curitiba: NCA Comunicação e Editora, 2020, p. 142-158.

CAMARGOS, Marcos Antônio de. COUTINHO, Eduardo Senra. A Teoria da Firma e a Fundamentação Teórica para Fusões e Aquisições: uma Análise de suas Interfaces. **RAC-Eletrônica**, Curitiba, v. 2, n. 2, art. 7 p. 273-295, mai.-ago. 2008.

COSTA, Daniel Fonseca. MOREIRA, Bruno César de Melo. CARVALHO, Francisval de Melo. SILVA, Washington Santos. Anchoring effect in managerial decision-making in accountants and managers: an experimental study. **REBRAE**, Curitiba, v.11, n. 3, p. 425-445, sep.-dec., 2018.

FANTO, James A., Quasi-Rationality in Action: A Study of Psychological Factors in Merger Decision-Making (March 5, 2000). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=265151> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.265151>.

GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho. MCNAUGHTON, Charles William. **Fusões e aquisições: prática jurídica no M&A**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

GONZALEZ, Ricardo Alonso. BRUNI, Adriano Leal. Heurísticas Afetivas no Mercado de Ações Brasileiro: Um Estudo Quase-Experimental com Investidores. **XXXVI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 22 a 26 de setembro de 2012, p. 1-15.

HUANG, Jiekun. KISGEN, Darren J. Gender and Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executives? (June 21, 2012). **Journal of Financial Economics** (2013) 108, p. 822-839. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1263990> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1263990>. Acesso em 19 de março de 2021.

JOLLS, Christine. SUNSTEIN, Cass R. THALER, Richard H. A Behavioral Approach to Law and Economics. **Stanford Law Review**, vol. 50, May 1998, p. 1473-1548.

KLÓSS, Caroline Pastro. Contribuições da economia comportamental para a decisão empresarial. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, Lisboa, ano 5 (2019) nº 3, p. 361-399.

LAUSBERG, Carsten. STAHL, Teresa. Motives and non-economic reasons for bank mergers and acquisitions. **The Icfai University Journal of Bank Management**, Vol. 8, No. 1, pp. 7-30, February 2009.

LONG, Sergio Garcia. Fusiones, adquisiciones y psicología financiera: el arrepentimiento en comprar una empresa. In: BULLARD, A. (coord.) **Análisis psicológico del derecho**. Lima: Themis, 2018, p. 493-514.

MACKAAY, Ejan. ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015.

MARION FILHO, Pascoal José. VIEIRA, Gisele Magalhães. Fusões e aquisições de empresas no Brasil (1990-2006). **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 3, n. 1, p. 109-130, jan.-abr. 2010.

MIRANDA, José Carlos. MARTINS, Luciano. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 9, n. 1, p. 67-88, 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643121>. Acesso em: 19 jan. 2021.

PARGENDLER, Mariana. How Universal is the Corporate Form? Reflections on the Dwindling of Corporate Attributes in Brazil. **Columbia Journal of Transnational Law**, v. 58, p. 1-58, 2020.

POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**. 3rd ed. New York: Aspens Publisher, 1986.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Racionalidade Limitada. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. KLEIN, Vinicius (coords.). **O que é análise econômica do direito: uma introdução**. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. DOMINGUES, Victor Hugo. Economia comportamental e direito: a racionalidade em mudança. **Revista Brasileira de Políticas Públicas**, Brasília, v. 8, 2018.

SILVA JR, Alonso Barros. LAGES, André Maia Gomes. SILVA, Vanderlúcia Felix Amorim. Razão e emoção: o comportamento humano na tomada de decisão em um ambiente econômico incerto. **Nexos Econômicos – PPGE/UFBA**, v. 13, n. 1, jan-jun. 2019.

TANURE, Betania. CANÇADO, Vera L. Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 45, n. 2, abr.-jun. 2005.

THALER, Richard H. Behavioral Economics: Past, Present and Future. **American Economic Review** 2016, 106(7), p. 1577-1600.

THALER, Richard H. SUNSTEIN, Cass R. **Nudge: como tomar melhores decisões sobre saúde, dinheiro e felicidade**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2019.

TVERSKY, Amos. KAHNEMAN, Daniel. Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases. **Science**, vol. 185, Issue 4157, 27 September 1974.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial: sociedades**. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

YEUNG, Luciana. Herbert Simon: a racionalidade limitada de Herbet Simon (e de todos nós). In: KLEIN, Vinicius. BECUE, Sabrina Maria Fadel (orgs.). **Análise econômica do direito: principais autores e estudos de caso**. Curitiba: CRV, 2019, p. 191-200.

Submissão: 29/03/2021. Aprovação: 28/05/2023.