

**FGV DIREITO SP**  
**MESTRADO PROFISSIONAL**

**ARRANJOS CONTRATUAIS PARA MITIGAÇÃO DO CONFLITO DE AGÊNCIA NA  
GOVERNANÇA CORPORATIVA: *CONTRACTUAL DESIGN* SOB UMA ANÁLISE DA  
RACIONALIDADE E CUSTOS DE TRANSAÇÃO**

Matheus Filipe Poletto Cardoso

Anteprojeto de pesquisa apresentado ao  
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.

Versão de 16.10.2020

**1. Tema, contexto e modelo de pesquisa predominante**

A relação de agência é tão antiga quanto o próprio capitalismo. Quando as pessoas começaram a se associar, com o intuito de mitigar os riscos dos negócios empreendidos, esta relação era intrínseca. Apesar disto, a teoria principal-agente foi desenvolvida num passado relativamente recente. Ocorre que existem poucos estudos que demonstram, na prática, quais os melhores arranjos contratuais para mitigar os custos e evitar o conflito entre o principal e o agente.

Os contratos são peças chave quando o principal resolve contratar agentes para constituir uma governança internalizada e vertical. Estes instrumentos devem ser confeccionados assumindo as premissas de economia comportamental (racionalidade limitada, auto interesse, aversão ao risco), bem como da assimetria de informações e alocação de riscos, como forma de se trazer a eficiência à relação e evitar o conflito de agência.

Conforme Armour et. al, as relações estão sempre sujeitas a um conflito de agência, uma vez ser inegável o fato de que o agente possui mais informações sobre fatos relevantes e, por isso, o principal não pode garantir que o desempenho daquele seja o prometido ou o contratado. Nesta toada, o agente possui incentivos para *agir de forma oportunista, reduzindo a qualidade do seu desempenho ou até desviando para si mesmo parte do que foi prometido ao representado*. (ARMOUR et. al, 2018, p. 79-80)

O IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), em seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, indica que o conflito de interesses surge quando alguém não independente em relação à matéria em discussão *pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da organização*. (IBGC, 2015).

Buscamos estudar, então, como estabelecer arranjos contratuais que incentivem ao agente atuar pelos interesses do principal, tornando ótima a alocação de riscos e sistemas de incentivo. Em outras palavras, devemos propor, a partir de *leading cases* e da teoria jurídico-econômica, desenhos de contratos que vinculem o agente a uma conduta proba, não somente por promessas de sanções, mas, também, alinhando os incentivos.

Em paralelo, para a dogmática pura do direito, os contratos nada mais são do que declarações de vontade, submetidas a normatizações do ordenamento jurídico, enquadradas no campo da autonomia privada e que devem preencher os requisitos legais – capacidade, objeto lícito e possível, forma prescrita e não defesa em lei, etc. (CARDOSO, ZOLANDECK, 2019)

Corroborando, Orlando Gomes ensinou que contratos são negócios jurídicos bilaterais ou plurilaterais, que sujeitam as partes à *observância de conduta idônea à satisfação dos interesses que regularam*. Em outras palavras, pode-se dizer que ele cria efeitos jurídicos de vínculo obrigacional e de conteúdo patrimonial entre as partes. (FORGIONI *apud* GOMES, 2016, p. 26)

No entanto, esta definição nos parece um tanto despreparada para explicar as relações econômicas e de agência.

Ora, um contrato simplesmente que vincula as partes de maneira obrigacional não exerce a função de alinhamento de incentivos e interesses, ou seja, torna-se – o contrato – um fim em si mesmo e não um instrumento que proporcione às partes chegarem ao seu objetivo.

Noutra senda, Makcaay e Rousseau dizem que *o escopo do contrato é permitir obter ganhos recíprocos para as duas partes (ganho de pareto), um resultado win-win*. (MACKAAY, ROSSEAU, 2015, p. 405)

Não obstante, uma vez que o contrato está inserido em um ambiente de mercado, no qual a sua função é econômica (gerar ganhos recíprocos), não podemos deixar de analisar o instrumento neste contexto, o que transmuta a sua forma e finalidade.

No contexto econômico o contrato se desvia da característica “fim em si mesmo” e se insere na conjuntura instrumental, destinando-se a garantir às partes o cumprimento de suas expectativas num ambiente de jogo de soma não zero.

Dito isto, devemos considerar que o contrato deve instrumentalizar a relação entre as partes de forma que ela alcance seu ponto ótimo – e deve ser interpretado desta forma. Ou seja, o contrato deve ser estudado de forma a se debruçar *sobre a realidade social, buscando compreender o agente econômico em suas interações de mercado*. (TIMM, YEUNG, 2019).

Acertado o posicionamento de Mariano – ainda mais ao embasar o tema deste ensaio - ao dizer que os contratos *para além de atribuir direitos e obrigações, servem para promover, entre os contratantes, determinadas condutas*. (MARIANO *in* TORRES, RIBEIRO, 2018. p. 95)

Além disso, não se pode deixar de trazer à baila, nesta proposta, a importância da Economia dos Custos de Transação, que, segundo KLEIN (2013, p. 177) *propõe-se a fazer uma análise institucional comparativa, mas ao trazer os custos de transação, o homem contratual e a necessidade de adaptação, tem-se uma restrição às alternativas factíveis de solução dos problemas de organização econômica, visto que as soluções ótimas [...] seja o mercado funcionando sem custos de transação e com racionalidade substantiva ou o design institucional perfeito capaz de resolver ex ante todos os problemas, não são possíveis no mundo real.*

Assim, o operador do direito, antes de desenhar um instrumento contratual apto a resolver as situações de conflito, deve entender como funciona o mercado e a racionalidade do agente. Por isso, antes de resolver o problema – cláusulas ótimas para mitigação do conflito de agência – deve-se ir à sua raiz – apreender o comportamento e sistemas de incentivos das partes.

Tomemos como exemplo o caso do Processo Administrativo Sancionador CVM 01/2011<sup>1</sup>. Trata-se de PAS proposto em face do Banco Panamericano S.A. e de seus diretores, por supostas fraudes nas demonstrações contábeis da companhia, com o intuito de receber vantagem pecuniária, acarretando conduta de descumprimento dos deveres fiduciários e abuso do poder de controle.

A ementa da decisão publicada pelo órgão foi a seguinte:

*Fraudes contábeis nas demonstrações financeiras da companhia – recebimento, em razão dos cargos ocupados na companhia, de vantagem pessoal pecuniária – descumprimento dos deveres de diligência e de lealdade exigidos dos administradores de uma companhia aberta. Transferências injustificadas de recursos da companhia para sociedades coligadas – operações não comutativas – abuso do poder de controle. Absolvição, inabilitações e multas pecuniárias.*

Em brevíssima síntese, os diretores foram acusados de contabilizar irregularmente ativos e receitas e de deixar de registrar obrigações nas demonstrações – inclusive em período anterior ao IPO da companhia, inflando o prospecto - Acusou-se, ainda, a manipulação da rubrica de PDD (provisão para devedores duvidosos).

Segundo o julgado, *o referido Diretor utilizava esse procedimento no intuito de atingir metas e, com isso, receber bônus* (CVM, 2018, p. 14).

Ora, levando-se em consideração que os indivíduos agem racionalmente (embora de forma limitada), e que eles sopesam o custo-benefício na tomada de decisões, percebe-se que os acusados possuíam incentivos para agir de forma oportunista, esquecendo-se dos deveres fiduciários do administrador.

---

1

Disponível

em

[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/012011\\_Banco\\_Panamericanocx.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/012011_Banco_Panamericanocx.pdf). Acesso em 26 set. 2020.

Temos um caso claro de conflitos de agência: de um lado o interesse do diretor da companhia em inflar os resultados e, com isso, aumentar o seu bônus, e, de outro lado, o interesse dos acionistas minoritários em possuírem informações precisas e transparentes sobre a saúde financeira da entidade.

Caso parecido ocorreu no PAS CVM RJ2013/11703<sup>2</sup>, no qual os altos executivos podiam receber indenizações caso se desligassem da companhia, mesmo que por vontade própria, *bastando que qualquer um dos conselheiros indicados na “chapa de administração” não fosse reeleito na AGO (severance package)*, permitindo que os valores pagos à administração superassem àqueles previstos no artigo 152 da LSA.

Em ambos os casos os diretores possuíam benefícios financeiros fortes o suficiente para agir de forma oportunista. Não havia, na governança das entidades, mecanismos que impediam o enriquecimento dos agentes na ocasião de comportamentos como os que foram tomados.

Ora, alinhamentos de incentivos desvalidos podem fazer com que o agente pratique determinados atos e benefício próprio prejudicando os interesses dos principais.

No caso, considerando que o *modus operandi* das supostas fraudes eram extremamente complexos, a assimetria de informações entre as partes possuiu um peso muito grande. Os custos de monitoramento, por parte dos minoritários, seriam extremamente altos, o que provavelmente inviabilizaria o próprio investimento.

Temos dois casos claros que incentivam a atuação prejudicial aos interesses sociais: remuneração por bônus e *severance package*.

Assim sendo, é necessário pesquisar quais as formas e mecanismos contratuais que poderiam mitigar este tipo de comportamento, de forma a incentivar estes agentes a atuarem de forma proba, buscando os interesses dos acionistas.

Dito isto, a proposta desta dissertação é entregar um estudo teórico referenciado por estudos de caso, com a finalidade de apresentar um resultado final prescritivo de sugestões de *contractual design* e comentários para melhoria do guia do IBGC, visando a mitigação dos riscos de conflito de agência, impondo incentivos aos agentes para que se comportem, sempre, buscando os interesses dos principais.

Os *leading cases* que serão escolhidos para embasar esta pesquisa deverão cumprir os critérios de relevância do caso, repercussão e probabilidade de repetição da conduta danosa por outros agentes.

Neste sentido, deveremos analisar, nesta pesquisa, os seguintes pontos: (i) o que são e quais os principais problemas de agência vivenciados pelas partes num cenário de governança corporativa; (ii) como as partes se comportam diante de normas e incentivos; (iii) o que influencia as partes a buscarem um comportamento oportunista; (iv) a influência dos custos de transação quando da decisão

---

<sup>2</sup> Disponível em: <https://www.jota.info/wp-content/uploads/2018/07/c8c0ae9ebbb408cbd4f05cd1e152638a.pdf>. Acesso em 27 set. 2020.

do principal em recorrer a um agente; (v) o que é e como são os contratos de agência; (vi) como desenhar cláusulas que promovam o comportamento honesto das partes; e (vii) análise de normas restritivas e de governança; (viii) que tipos de incentivos levam o agente a se comportar de forma oportunista; (viii) analisar as cláusulas dos contratos de agência para determinar qual era a finalidade esperada pelos principais e se ela se concretizou (ou não); e (ix) sugerir cláusulas e modelos que poderão ser utilizadas em casos concretos na vida prático-profissional.

O método de pesquisa a ser desenvolvido será, *a priori*, o método hipotético-dedutivo e o estudo de caso, no sentido de formular os problemas, propor soluções e realizar os testes de falseamento. Como exemplo, poderá ser plausível no decorrer da pesquisa, a proposição de um desenho de cláusula contratual, que será falseada, observando, na medida do possível, quais as falhas – com base nas premissas de racionalidade e custos de transação – podem ser observadas.

Os dados serão coletados a partir de recursos como: (i) pesquisa doutrinária, livros, artigos especializados, repertórios físicos e virtuais; (ii) dados gráficos; (iii) dados históricos; (iv) jurisprudência; e (v) entrevistas.

## **2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso**

**Quesito 1.** Quais são as formas de conflito de agência em Sociedades Anônimas mais presentes no universo da Governança Corporativa?

F1.1. Livros, artigos e jurisprudência (eventualmente entrevista) – biblioteca/internet.

**Quesito 2.** Quais as principais causas dos conflitos de agência?

F2.1. Livros e artigos – biblioteca e internet

**Quesito 3.** O que são custos de transação e custos de agência?

F3.1. Livros e artigos – biblioteca/internet

**Quesito 4.** Por qual motivo o principal decide instituir uma forma de governança internalizada e vertical?

F4.1. Livros e artigos – biblioteca/internet

**Quesito 5.** Quais as práticas que ferem os deveres fiduciários mais praticadas pelos administradores?

F5.1. Livros e artigos – biblioteca/internet.

F5.2. Jurisprudência da CVM e tribunais.

**Quesito 6.** Como prever o comportamento dos agentes frente a diferentes estratégias regulatórias/de Governança?

F6.1. Livros e artigos – biblioteca/internet.

**Quesito 7.** Contratos são mecanismos úteis para inibir comportamentos oportunistas?

F7.1. Livros e artigos – biblioteca/internet.

**Quesito 8.** Até que ponto o alinhamento de incentivos em instrumentos contratuais contribui para mitigar fraudes dos administradores?

F8.1. Livros e artigos – biblioteca/internet.

F8.2. Entrevistas.

**Quesito 9.** Dentre os contratos de agência analisados, qual era a finalidade das cláusulas de incentivos? Elas atingiram seu objetivo?

F.9.1. Contratos, Atas de Assembleias e Estatutos Sociais.

F.9.2. Jurisprudência.

**Quesitos 10.** Como desenhar cláusulas que atinjam a finalidade almejada e mitiguem o custo de agência?

F10.1. Livros e artigos – biblioteca/internet.

F10.2. Contratos corporativos.

F10.3. Jurisprudência da CVM e tribunais.

### **3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto**

A Teoria da Agência, apesar de ser uma matéria cujo desenvolvimento se deu em tempos relativamente recentes, é uma área extremamente interdisciplinar, sendo objeto de estudo de acadêmicos de Ciências Contábeis, Economia, Administração e Direito.

No entanto, são poucos os estudos que analisam a relação principal-agente sob uma ótica da racionalidade das partes e dos custos de transação inerentes ao ambiente econômico em que estamos inseridos.

Boa parte dos estudos observados se propõem a explicar a teoria e determinar onde seu *core* está inserido dentro das organizações. Por outro lado, poucos deles tentam disponibilizar como a teoria pode ser utilizada na prática para mitigar os seus problemas intrínsecos. Noutras palavras, é

custoso encontrar ensaios que respondam qual é o melhor arranjo contratual a ser utilizado em determinadas situações ou como analisar o caso concreto para que se produza as cláusulas mais efetivas com a finalidade de se mitigar os custos e os conflitos de agência.

Como exemplo, o estudo buscará solucionar, entre outros casos, como a conduta dos diretores acusados nos Processos Administrativos Sancionadores CVM 01/2011 e RJ2013/11703 poderia ser diferente caso houvesse contratos aptos a alinharem os seus interesses com os investidores.

Nesta senda, iremos propor um estudo teórico de aplicação dos preceitos da análise econômica do direito em estudos de caso, buscando clarear as tomadas de decisão das partes interessadas – em relações de agência – demonstrando *porque elas são tomadas, como elas são implementadas e com que resultado.* (SCHARAMM, 1971 apud YIN, 2005, p. 25).

Após isto, serão propostas soluções práticas para os operadores dos contratos, bem como sugestões de melhoria aos guias de melhores práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Não obstante, diante das variadas mudanças nas formas de governança corporativa, dentro das companhias, nos últimos anos, o operador do direito deve estar atento às relações e saber prever, da melhor maneira possível, como as partes irão se comportar e como incentivá-las a realizarem suas atribuições de maneira honesta e ótima.

Assim, o estudo pretende ser fonte de pesquisa a advogados, diretores, acionistas, ou qualquer indivíduo que se empenhe a escrever um contrato de agência, sugerindo como se utilizar das premissas econômicas e comportamentais para desenhar um instrumento completo e com baixos riscos de deturpação.

#### **4. Familiaridade do pesquisador com o objeto da pesquisa**

O autor do projeto possui experiência profissional com o Direito Empresarial, cuja primordial atuação é na área de Direito Societário. Neste sentido, presta serviços para diversas empresas, de todos os tamanhos, e convive recorrentemente com conflitos que surgem entre os sócios, acionistas, diretores e administradores.

Muitos destes conflitos, foi possível observar, surgiam pela falta de clareza ou técnica nos contratos redigidos para determinar a atuação de cada uma das partes. Diversas vezes nem sequer estes instrumentos existiam.

Este autor, então, percebeu que boa parte da problemática de agência poderia ser resolvida se os instrumentos contratuais certos fossem colocados à mesa.

Dito isto, o objeto desta pesquisa surgiu a partir de reflexões profissionais e práticas que são vivenciadas frequência no âmbito laboral.

## 5. Bibliografia preliminar

AMARAL, Hudson F., LIMA, Romeu E., ARAÚJO, Marcelo B. V. **Conflitos de Agência: Um Estudo Comparativo dos Aspectos Inerentes a Empresas Tradicionais e Cooperativas de Crédito.** Revista de Contabilidade e Organizações, vol. 2, n. 04, setembro-dezembro, São Paulo: Universidade de São Paulo. 2008, pp. 148-157.

ARMOUR, John, et al. **A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparada e Funcional.** Trad. Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018.

AXELROD, Robert. **The Evolution of Cooperation.** New York: Basic Books, Inc., 1984

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM n. 01/2011. Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira. 27 de fevereiro de 2018. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/012011\\_Banco\\_Panamericanox.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/012011_Banco_Panamericanox.pdf). Acesso em 26 set. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador RJ2013/11703. Diretor-Relator Gustavo Tavares Borba. 31 de julho de 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/wp-content/uploads/2018/07/c8c0ae9ebbb408cbd4f05cd1e152638a.pdf>. Acesso em 27 set. 2020.

DOBB, Maurice. **Capitalist Enterprise and Social Progress.** London: Routledge, 1925. Disponível em: <https://www.taylorfrancis.com/books/9780203119532>. Acesso em 29 jun. 2020.

COASE, Ronald H. **A Firma, o Mercado e o Direito.** Trad. Heloísa Gonçalves Barbosa. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2016.

COFEE, John C. **What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's.** New York: Columbia Law School. Working Paper No. 214. 2003. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=373581](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=373581). Acesso em: 22 jul. 2020.



COOTER, Robert D., SCHAFER, Hans-Bernd. **O Nó de Salomão: Como o Direito Pode Erradicar a Pobreza das Nações**. Org. e Trad. Magnum Eltz; Flavia Santinioni et al. 1ª ed. Curitiba: CRV, 2017

CONAGLEN, Matthew. *Fiduciary Loyalty: Protecting the Due Performance of Non-Fiduciary Duty*. Oxford: Hart, 2010.

EISENHARDT, Kathleen M. **Agency Theory: An Assessment and Review**. The Academy of Management Review, vol. 14, no. 1, 1989, pp. 57–74. Disponível em [www.jstor.org/stable/258191](http://www.jstor.org/stable/258191). Acesso em 25 jun. 2020.

FORGIONI, Paula. **Contratos Empresariais: Teoria Geral e Aplicação**. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2016.

HALL, Brian J., MURPHY, Kevin J. **The Trouble With Stock Options**. American Economic Association. The Journal of Economic Perspectives. Summer, 2003, Vol. 17, No. 03. pp. 49-70.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. São Paulo, 2003.

JENSEN, Michael C., Meckling, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. University of Rochester. Journal of Financial Economics 3. 1976, pp-305-360.

KASSAI, José Roberto; CASA NOVA, Silvia Pereira de Castro; NOSSA, Valcemiro. **A Teoria do Agenciamento e a Contabilidade**. Anais. Rio de Janeiro: ANPAD, 2000.

KLEIN, Vinícius. **A Economia dos Contratos na Teoria Microeconômica: Uma Análise a Partir do Realismo Crítico**. Tese de Doutorado. Curitiba: Universidade Federal do Paraná. 2013. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/35722/R%20-%20T%20-%20VINICIUS%20KLEIN.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em 13 jul. 2020.

KRAAKMAN, Reinier et. al. **Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement**. Discussion Paper n. 644. Cambridge Harvard Law School, 2009. Disponível em: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Kraakman\\_644.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Kraakman_644.pdf). Acesso em 22 jun. 2020.

