

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

MATHEUS FILIPE POLETTI CARDOSO

**CONFLITOS DE AGÊNCIA E ALINHAMENTO DE INTERESSES: *ENFORCEMENT* E
INCENTIVOS SOB UMA ANÁLISE ECONÔMICA**

SÃO PAULO

2022

MATHEUS FILIPE POLETTI CARDOSO

**CONFLITOS DE AGÊNCIA E ALINHAMENTO DE INTERESSES: *ENFORCEMENT* E
INCENTIVOS SOB UMA ANÁLISE ECONÔMICA**

Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direito dos Negócios.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Benetti Timm

SÃO PAULO

2022

Cardoso, Matheus Filipe Poletto.

Conflitos de agência e alinhamento de interesses: *enforcement* e incentivos sob uma análise econômica / Matheus Filipe Poletto Cardoso. - 2022.

126 f.

Orientador: Luciano Benetti Timm.

Dissertação (mestrado profissional) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo.

1. Mandato (Direito). 2. Contratos. 3. Conflito de interesses. 4. Negócio fiduciário. 5. Direito e economia. 6. Governança corporativa. I. Timm, Luciano Benetti. II. Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Direito de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 347.44

MATHEUS FILIPE POLETTI CARDOSO

**CONFLITOS DE AGÊNCIA E ALINHAMENTO DE INTERESSES: *ENFORCEMENT* E
INCENTIVOS SOB UMA ANÁLISE ECONÔMICA**

Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direito dos Negócios.

Data de Aprovação: 24/10/2022.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Luciano Benetti Timm (Orientador)

Prof^ª. Dra. Anna Lygia Costa Rego

Prof. Dr. Thomas Victor Conti

Prof. Dr. Manoel Gustavo Neubarth Trindade

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho à minha família, que nunca mediu esforços em apoiar a minha educação e evolução.

AGRADECIMENTOS

É impossível que em apenas uma página eu consiga tecer agradecimentos a todas as pessoas que me auxiliaram, tanto para a consecução deste trabalho, como no caminho trilhado até aqui, profissional e academicamente.

Agradeço imensamente aos meus tios Ana Maria e Acir Gurgacz por me fornecerem todos os meios para possibilitar essa conquista acadêmica.

Aos meus pais, Paulo e Silvana, por todo o esforço empreendido em minha educação e por serem meus maiores exemplos de que todos os objetivos são alcançáveis, desde que haja luta.

À minha noiva, Naiana, por todo o apoio e por me ensinar a ser melhor a cada dia. Por me dar força para continuar, e por, “simplesmente”, me entender.

Ao meu orientador Luciano Timm, cujos trabalhos me fizeram, desde a graduação, entender o verdadeiro funcionamento do Direito e da Economia no mundo real, por todo o auxílio e ensinamentos.

Ao meu grande amigo e conselheiro Leonardo, por entender minhas ausências ao escritório durante o período desta Pós-Graduação e por todas as expectativas profissionais que compartilhamos.

Ao professor Giovani Ribeiro Rodrigues Alves, por toda a mentoria e aconselhamento acadêmico desde o final da graduação até hoje. Por revisar, criticar e desenvolver excelentes sugestões para este trabalho, e por me apresentar diversas oportunidades muitíssimo importantes, o que jamais esquecerei.

Aos meus irmãos.

Aos diversos colegas da FGV por todas as discussões e auxílio, tanto nas matérias e seminários, quanto a este trabalho.

À minha família, de forma geral.

Por fim, ao Giuseppe.

“A percepção é forte e a visão é fraca. Em estratégia, é importante ver o que está distante como se estivesse próximo e ter uma visão distanciada do que está perto.” (MUSASHI, Miyamoto)

RESUMO

A delegação de poderes entre principais (acionistas, proprietários) e agentes (diretores, administradores), separando-se o controle da propriedade de uma companhia, é terreno fértil para comportamentos oportunistas e conflitos de interesses. Considerando que a base estrutural dessas relações é composta, em regra, por normas legais, de governança corporativa e contratuais, analisou-se o impacto de tais regramentos, bem como a existência de falhas que permitiriam a facilitação do oportunismo nas relações negociais. Constatou-se que a relação fiduciária deve ser direcionada pela soma de incentivos positivos e negativos, regras e standards, riscos reputacionais e recompensas etc. Descobriu-se, além disso, que diversas estratégias de incentivos têm grandes chances de desvirtuamento, aumentando o benefício do comportamento oportunista, bem como que as normas de governança e Leis, sem o devido *enforcement*, não possuem uma efetividade ampla, isoladamente, para mitigar esses problemas. Esse trabalho demonstra a importância da utilização da interdisciplinaridade entre Direito e Economia, bem como do pensamento estratégico no momento de elaboração de regras de comportamento, a importância dos incentivos e do *enforcement* e a necessidade de utilização conjunta de mecanismos de controle e fiscalização e instrumentos contratuais. Buscamos demonstrar que, e como, as instituições internas, caso formuladas de maneira economicamente hábeis, são capazes de impor incentivos positivos, alinhando o interesse entre as partes, e negativos, aumentando o custo da desonestidade dentre aqueles que possuem deveres fiduciários no ambiente empresarial.

Palavras-Chave: Teoria da Agência. Deveres Fiduciários. Análise Econômica do Direito. Incentivos. Governança Corporativa.

ABSTRACT

The delegation of powers between principals (shareholders, owners) and agents (directors, administrators), separating control from the ownership of a company, is fertile ground for opportunistic behavior and conflicts of interest. Considering that the structural basis of these relationships is composed, as a rule, by legal, corporate governance and contractual norms, the impact of such regulations was analyzed, as well as the existence of flaws that would allow the facilitation of opportunism in business relationships. We have found that the fiduciary relationship must be guided by the sum of positive and negative incentives, rules and standards, reputational risks, and rewards, etc. In addition, it was found that several incentive strategies have great chances of distortion, increasing the benefit of opportunistic behavior, as well as that governance norms and Laws, without due enforcement, do not have a broad effectiveness, in isolation, to mitigate these problems. This work demonstrates the importance of using interdisciplinarity between Law and Economics, as well as strategic thinking when drawing up rules of behavior, the importance of incentives and enforcement, and the need for joint use of control and inspection mechanisms and contractual instruments. We seek to demonstrate that, and how, internal institutions, if formulated in an economically skillful way, are able to impose positive incentives, aligning the interest between the parties, and negative ones, increasing the cost of dishonesty among those who have fiduciary duties in the business environment.

Keywords: Agency Theory. Fiduciary Duties. Law and Economics. Incentives. Corporate Governance.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	10
	1.1 Contextualização Fática e Motivações.....	12
	1.2 Embasamento Teórico e Método de Pesquisa.....	14
	1.3 Justificativa da Metodologia Adotada.....	17
	1.4 Proposta do Trabalho e Considerações Iniciais.....	18
2	ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO E NEOINSTITUCIONALISMO: SÍNTESE E IMPORTÂNCIA PRAGMÁTICA DE SUA UTILIZAÇÃO COMO BASE DE ESTUDO.....	22
	2.1 Análise Econômica do Direito (AED).....	24
	2.2. Nova Economia Institucional (NEI).....	29
3	TEORIA DA FIRMA, DA EMPRESA E FORMAS DE ORGANIZAÇÃO: SÍNTESES JURÍDICA E ECONÔMICA.....	32
	3.1 A Teoria da Firma e a Empresa na Economia.....	35
	3.2 O Mercado e os Custos de Transação.....	37
	3.3 A Firma e os Custos de Agência.....	39
4	RELAÇÕES E CONFLITOS DE AGÊNCIA: CONCEITUAÇÃO, POSSÍVEIS CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS.....	42
	4.1 Conflitos de Agência: Assimetria de Informações e Consequências.....	46
	4.2 Mitigando os Conflitos de Agência.....	50
5	DIREITO SOCIETÁRIO, DEVERES FIDUCIÁRIO E DE LEALDADE DOS ADMINISTRADORES.....	52
	5.1 Personalidade Jurídica e Características Básicas das Sociedades.....	53
	5.2 Deveres Fiduciários e <i>Business Judgment Rule</i>.....	55
	5.2.1. <i>Business Judgment Rule</i> : Os Dois Lados da Balança.....	58
	5.3 Desafios Institucionais do Direito Societário.....	61
6	GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTRUTURAS E CONSTATAÇÕES.....	64
	6.1 Governança Corporativa no Brasil.....	66
	6.2 Estruturas e Mecanismos de Fiscalização e Controle.....	67

6.2.1	Mecanismos de Controle e Fiscalização.....	68
6.3	Conclusões Prévias Sobre os Mecanismos de Governança Corporativa e Incentivos	
	<i>Ex Post</i>	72
7	TEORIA DOS CONTRATOS.....	77
	7.1 Contractual Design	81
	7.2 A Racionalidade dos Agentes e a Arquitetura Contratual	83
8	ANÁLISE DE CASO CONCRETO: GOVERNANÇA CORPORATIVA E FRAUDES ADMINISTRATIVAS.....	90
	8.1 Banco Panamericano S.A.	91
	8.2 Impressões Finais	97
9	CONTRATOS COMO INSTRUMENTOS ESTRATÉGICOS DE MITIGAÇÃO DOS CONFLITOS DE AGÊNCIA.....	101
	9.1 Métodos de Utilização do Contrato como Estratégia e Incentivos	105
10	CONCLUSÃO.....	110
	REFERÊNCIAS.....	112

1 INTRODUÇÃO

Não é possível falar de sociedades e contratos sem analisar a sua raiz de sua existência. A Revolução Agrícola, ocorrida entre 9500-3500 anos a.C., proporcionou “explosões populacionais” de forma jamais vista na sociedade caçador-coletora progressa. Considerando que esse aumento exponencial no tamanho da população fez com que fosse imperiosa a necessidade de fazer com que milhares de pessoas desconhecidas cooperassem entre si, para possibilitar a vida em sociedade, os seres-humanos criaram ficções e instituições de comportamento¹.

Estas instituições proviam padrões de comportamento, formais e informais, fazendo com que indivíduos tivessem segurança sobre como seus pares agiriam diante de determinadas situações.

As diversas revoluções institucionais posteriores fizeram com que bilhões de pessoas pudessem cooperar entre si, alcançando o nível de civilização e tecnologia que temos hoje em dia.

A premissa da racionalidade humana – sobre a qual não temos dados suficientes para determinar sua melhora ou inércia no decorrer do tempo –, a partir de estudos econômicos que serão apresentados no decorrer do trabalho, demonstra como base das escolhas individuais a busca individual de maximização do bem-estar próprio e aversão ao risco.

A necessidade de convergir as premissas de escolhas e as ficções e instituições inerentes às relações humanas, fizeram surgir sociedades de negócios (no sentido jurídico) entre indivíduos que buscavam mitigar e compartilhar o risco de seus empreendimentos, visando, justamente, a maximização de seu bem-estar.

Essas sociedades foram instrumentos e bases de criação de diversas novas instituições extremamente importantes para esse estudo, cuja evolução foi, também, exponencial ao longo do tempo.

Uma dessas instituições foi a percepção dos indivíduos de que, às vezes, é vantajoso delegar tarefas e decisões a terceiros contratados para esse fim. Ponto esse, a partir do qual introduzimos o nosso estudo, que consiste na análise das relações de agência – delegação e separação entre propriedade e poder decisório sobre uma entidade jurídica.

¹ Dados históricos baseados em (HARARI, 2018).

Diversos autores, como Nassif e Souza (2013), dão o crédito da formalização da Teoria da Agência como disciplina de estudo aos autores Jensen e Meckling² (1976). Apesar disso, conforme a breve introdução acima, ela existe, talvez, desde os primórdios da sociedade e, pelo menos, desde que surgiu a economia capitalista.

A relação de agência existe a partir do momento em que um indivíduo (principal) delega a outro (agente) algum poder decisório e discricionário, para deliberar sobre questões importantes relativas ao seu próprio interesse. Em outras palavras, a relação é um contrato “pelo qual uma ou mais pessoas contratam um terceiro para performar um serviço em seu favor, o que envolve delegação de algum poder decisório importante” (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308).

A relação principal-agente é facilmente verificável no exemplo dado por Cooter e Schafer (2017), ao explicarem o “dilema da confiança mútua” e o surgimento das Sociedades Anônimas.

Nesse exemplo, um capitão inglês do século XIX fez uma proposta aos seus investidores para que financiassem uma viagem à Ásia, cuja intenção era a busca de especiarias para posterior venda no mercado interno. O negócio era arriscado: o caminho para o outro continente era tortuoso e havia diversos riscos capazes de afundar a operação (piratas, clima etc.). Por outro lado, caso os riscos fossem ultrapassados, e a viagem fosse bem-sucedida, o capitão retornaria com uma fortuna em carga.

Para tanto, o capitão informou aos investidores que precisaria de material suficiente para uma viagem de dois ou três anos. Para conseguir a sua confiança, visando captar a totalidade dos recursos necessários, o capitão teve que contar alguns de seus segredos de navegação e estratégias sobre como chegaria à Ásia.

Assim, o capitão assumiu um risco de confiança, eis que os investidores poderiam vender as informações sigilosas repassadas. Por outro lado, os investidores teriam que confiar que o capitão não sumiria com o navio, com os suprimentos necessários e com o capital investido na operação (COOTER; SCHAFFER, 2017, p. 18).

É fácil caracterizar a questão como uma relação de agência, na qual o capitão é o *agente* e os investidores são os *principais*. O sucesso destes está condicionado às ações daquele. Neste sentido, as partes tiveram que criar um sistema de incentivos sobre o qual quebrar a promessa (vender as informações ou sumir com o navio) fosse mais caro do que não a cumprir.

Segundo os mesmos autores, com arranjos contratuais firmados, “os investidores esperavam ganhar mais com o retorno do capitão do que com as vendas de seus segredos e, por

² Apesar disso, o termo “agency problem” ou conflito de agência, em tradução livre, foi cunhado por Berle e Means em seu livro *The Modern Corporation and Private Property*, segundo Paccos (2012, p. 03).

outro lado, o capitão esperava ganhar mais pelo sucesso de sua empreitada, do que poderia obter de retorno com a venda (oportunista) do navio e sua respectiva carga” (COOTER; SCHAFER, 2017, p. 19).

Neste caso, há uma relação de agência em que os incentivos e recompensas provenientes dos contratos alinham os interesses das partes, desincentivando o agente a agir de maneira oportunista em detrimento dos principais – de forma a se reduzir significativamente o problema da confiança. O conflito de interesses é mitigado pelo fato de que o ganho de todos será muito maior caso haja a cooperação.

Se o investidor espera lucrar \$ 10 vendendo as informações sigilosas, mas o lucro final da operação, se bem-sucedida, equivaler a \$ 100, e, da mesma forma, se o capitão espera lucrar \$ 10 desviando o capital investido, mas \$ 100 se a operação for bem-sucedida, as partes possuem os interesses alinhados.

É claro, considerando a racionalidade das partes, que o risco da empreitada deve ser incluído no cálculo do lucro esperado. Mesmo assim, supondo que a chance de êxito seja de 40% (quarenta por cento), o lucro esperado seria de \$ 40, o que ainda superaria o lucro oportunista.

No entanto, não é em todos os casos que os incentivos proporcionados fazem com que as partes ajam de maneira cooperativa. Por vezes, o agente percebe que agir contrariamente aos interesses dos principais trará mais lucros imediatos do que se procedesse de forma “honesta”.

Esse é um problema recorrente no ambiente de negócios brasileiro, em especial nos negócios que envolvem deveres fiduciários.

Essas relações serão, portanto, o nosso objeto de pesquisa. É imperioso analisar onde se encontram as falhas institucionais que permitem esse tipo de comportamento e, caso possível, como mitigar esses problemas.

1.1.Contextualização Fática e Motivações

Um clássico exemplo de atitude oportunista é aquela em que o diretor de uma companhia aberta possui a sua remuneração com base na variação do valor das ações. Assim sendo, possui incentivo para, por exemplo, distribuir o máximo de dividendos possíveis aos acionistas minoritários, na hipótese de Companhia aberta, de forma que a demanda por partes daquela organização aumentará e, conseqüentemente, o valor das ações também. Esse é o conhecida máxima da lei da oferta e da demanda: quanto mais dividendos distribuídos, mais acionistas buscarão comprar as ações e, por consequência, os preços subirão.

Por outro lado, suponhamos que os principais (proprietários da sociedade, por exemplo), possuem interesse em crescimento de longo prazo. Ora, a distribuição pródiga de dividendos pode diminuir o valor disponível para que a companhia invista em inovação, o que, a longo prazo, pode significar a sua retirada do mercado.

Como veremos, o dilema da confiança mútua na relação de agência pode se fundar na crença do agente de que a empresa, em longo prazo, não dê certo, e, da crença do principal de que o agente desviará o capital ou agirá de forma oportunista. Assim sendo, potencialmente, o diretor poderia obter (ou achar que poderia obter) lucros muito maiores agindo em interesse próprio do que em interesse da companhia.

O exemplo de oportunismo citado, no entanto, é muito menos grave do que algumas praticadas recentemente, e que ganharam notoriedade mundial, em empresas norte americanas.

Não se pode deixar de constatar os casos notórios de fraudes contábeis praticadas por diretores com o intuito de obter ganhos particulares, tais como as ocorridas na Enron³, WorldCom, entre outras.

No caso da Enron, especificamente, a literatura assevera que os diretores fraudavam as reais posições financeiras nos balanços patrimoniais por intermédio de diversos instrumentos complexos⁴. Um dos *modus operandi* foi a utilização de “joint ventures” ou sociedades conhecidas no Brasil como Sociedades de Propósito Específico (SPE), para alavancar a empresa e contabilizar essa alavancagem como lucro, sem a necessidade de lançamento da despesa na partida dobrada, ou seja, sem relatar dívidas (MONCARZ et al., 2006, p. 24).

Enfim, são diversos os meios, cada vez mais complexos, utilizados por diretores ou administradores oportunistas para enriquecer, ilicitamente, às custas dos acionistas ou interessados.

Como analisaremos, algumas falhas intrínsecas às relações de agência, ou seja, naturais e intransponíveis à atual racionalidade humana, são alguns dos principais gatilhos para a existência e dificuldade de constatação de fraudes. São elas, exemplificativamente: (i) a

³ Segundo Moncarz et al., a “Enron foi a maior falha na história do sistema de mercado capitalista americano e teve o maior impacto no sistema financeiro, causando perdas significativas para os bancos, companhias de seguro e fundos de pensão que investiram diretamente na empresa, bem como em outros grandes e pequenos investidores (MONCARZ et al., 2006, p. 18).

⁴ Apesar de não ser uma referência acadêmica, é interessante apontar uma das constatações de Burton Malkiel (Professor emérito de Economia da Universidade de Princeton, membro do Conselho de Consultores Econômicos da Casa Branca e decano da Escola de Administração de Yale) sobre uma das “jogadas” feitas pelos gestores da Enron: “A Enron formou uma *joint-venture* com a Blockbuster para alugar filmes online. O negócio fracassou alguns meses depois. Mas, logo que o empreendimento foi formado, a Enron secretamente fez uma parceria com um banco canadense que essencialmente lhe emprestou 115 milhões de dólares em troca de lucros futuros no negócio com a Blockbuster. Claro que este nunca rendeu um tostão, mas a Enron contabilizou o empréstimo como “lucro” (MALKIEL, 2021, p. 78).

assimetria de informações, uma vez que o agente as possui muito mais facilmente em relação aos principais – somando-se a isso os custos de coordenação dos acionistas, custos de monitoramento, oportunidade de *free rider* etc.; e (ii) a racionalidade das partes, no sentido de que o indivíduo recorrentemente buscará maximizar o seu próprio bem-estar, sopesando o retorno e o risco de cada conduta.

Isso é explicado, segundo a Economia Clássica, por intermédio da *Rational Choice Theory*, eis que os indivíduos “(a) maximizam suas utilidades a partir de um conjunto estável de preferências e (b) acumulam uma quantidade ótima de informações em uma variedade de mercados”. (SANTOLIM, 2015, p. 408).

Enfim, passadas essas considerações, a motivação desse estudo se deu pela constatação do autor, como profissional, sobre os riscos e perdas incorridas por conta da negligência ou pouca importância que muitas entidades dão aos contratos, preferindo auferir *Back-end Costs* ao invés de, em conjunto, alinhar incentivos desde o início da relação comercial.

Uma consideração prévia, embasada na experiência como advogado que atua diariamente com contratos e relações fiduciárias, é que uma grande parte das empresas e indivíduos não se importam suficientemente com a redação contratual – o que pode explicar a grande quantidade de discussões judiciais sobre obrigações e contratos.

Ora, boa parte dos instrumentos particulares se utilizam, tão somente, das normas dispositivas gerais de relações civis, sem prever nada muito além do texto legal.

Contratos de prestação de serviços, por exemplo, nos quais existem relações de agência, ao menos em empresas de pequeno e médio porte, muitas vezes não se importam em determinar regras elaboradas de *enforcement* ou incentivos.

Deduzimos que isso seja consequência da cultura nacional de que advogados são custos desnecessários e só devem ser contratados quando existem algum problema *ex post*, e, principalmente da cultura de “relacionar o trabalho dos operadores do Direito como sendo uma atividade essencialmente ligada aos conflitos (litígio) e sua solução” (MAMEDE, 2020, p. 05).

Em outras palavras, os instrumentos firmados, em geral, além de não preverem diversas cláusulas e situações, por mais simples que sejam, decidem que todas as normativas devem ser *back-end costs*. Ocorre que isso aumenta demasiadamente o custo: tanto para as partes, pois o custo do litígio será mais alto do que os custos da confecção *ex ante* do instrumento; quanto para o Estado, que deverá exercer o papel de julgador e executor – quando muitas vezes não precisaria – aumentando o custo estatal nas resoluções de questões privadas.

Essas constatações e deduções podem ser observadas por dados jurimétricos colhidos.

O CNJ publicou informativo demonstrando que, no ano de 2017, 67% (sessenta e sete por cento) dos casos que tramitam perante o poder judiciário consistem em relações civis. Dentre estes, a maior parte é destacada para o tema “obrigações/espécies de contratos”⁵.

Caso a cultura de se importar com instrumentos contratuais fosse mais difundida, além de possivelmente mitigar os custos privados e controle e monitoramento, poderia diminuir o custo de financiamento ao Poder Judiciário arcado pelo Estado.

Dito isto, pressupomos que, para mitigar ao máximo o risco de conflitos nas relações de agência, bem como potencialmente diminuir os custos de transação e de agência, o operador do Direito deve entender como funciona o mercado e a racionalidade das partes, deve entender quais serão as consequências e incentivos criados por determinada norma contratual.

Por isso, antes de analisar diretamente o problema do oportunismo, com o intuito de mitigá-lo, devemos entender a raiz das instituições que determinam comportamento e os sistemas de incentivos individuais.

Conhecer a raiz dos problemas permite destrinchá-los, a fim de verificar se o sistema institucional da sociedade capitalista hodierna é suficiente para produzir incentivos de alinhamento de interesses entre principais e agentes.

1.2. Embasamento Teórico e Método de Pesquisa

Algumas das principais técnicas jurídico-econômicas utilizadas para mitigar os conflitos de interesses e risco de comportamentos oportunistas é a própria estrutura do direito societário e a governança corporativa.

Para explicar o funcionamento destas instituições, utilizaremos como base teórica, principalmente, a Economia, passando pela Análise Econômica do Direito e pela Nova Economia Institucional, que irão explicar os fundamentos que relatam o surgimento de firmas, mercado e delegação de poderes dos principais aos agentes – e, conseqüentemente, a governança corporativa e o direito societário.

Essas mesmas bases teóricas poderão nos demonstrar os impactos dos métodos de controle e fiscalização dos agentes e a possibilidade, ou não, de alcançar um ponto ótimo de alocação de

⁵ Dados disponíveis em: <

interesses entre os *players* econômicos que possuem, *a priori*, interesses distintos sobre um mesmo objeto.

Não se ignora que são categóricos os esforços das estruturas de governança corporativa para assegurar o comportamento honesto das partes relacionadas. No entanto, consideramos importante estudar outras formas de análise do direito que poderão perfectibilizar e contribuir com os esforços das instituições de governança.

É importante deixar claro, desde já que, quando falamos em “governança corporativa”, salvo afirmação em sentido contrário, referimo-nos diretamente às normas (auto)reguladoras expedidas por órgãos governamentais ou (auto)reguladores, que visam estruturar mecanismos mínimos de controle e fiscalização, tais como as normas expedidas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”), Lei n. 6.404/1976 (“Lei das S.A.” ou “LSA” ou “Lei das Sociedades Anônimas”), B3, entre outras.

Constando-se que a alta carga regulatória não impede, por si só, práticas de fraudes administrativas, buscamos demonstrar como a utilização de ferramental jurídico econômico, em conjunto com as regulações, podem auxiliar os esforços antifraude e oportunismo, tornando mais robustos os incentivos de alinhamento de interesses entre principal e agente.

Um dos principais instrumentos de análise e aplicação conjunta ao direito será a Economia, visando constatar formas de estruturas auxiliares às instituições ordinárias e normas gerais das relações em pauta, facilitando o atingimento dos seus objetivos (diminuição de custos de transação, de agência e aumento da confiança) por intermédio de instrumentos privados bem elaborados.

Adianta-se que a utilização dos saberes econômicos é necessária, eis que, diferentemente da teoria pura do direito, leva-se em consideração o comportamento econômico do ser humano (um sujeito contratual, racional e que age e reage por intermédio de incentivos).

Para elaborar a problemática e propor soluções, algumas questões introdutórias deverão ser respondidas, tais como: (i) o que é, e qual é a importância da Análise Econômica do Direito e da Nova Economia Institucional para o estudo; (ii) o que são as Empresas e as Firms, e como e por que o Direito que as regula evoluiu; (iii) por qual motivo os principais optam pela contratação de agentes; (iv) o que são e quais são os objetivos do Direito Societário e da Governança Corporativa; (v) quais são as causas dos conflitos de agência e desalinhamento de interesses entre Representantes e Representados; (vi) quais são e como funcionam os deveres e direitos fiduciários dos agentes para com os principais; (vii) o que são, jurídica e economicamente, os contratos; (viii) como se adaptam as normas *Back-end* e *Front-end Costs*, e como elas podem auxiliar o processo de estruturação de uma relação de agência; (ix) o

tamanho do *enforcement* das regras *Back-end Costs* pelos tribunais e órgãos reguladores no Brasil; (xv) como confeccionar instrumentos de alinhamento de incentivos como base de auxílio aos mecanismos de controle e fiscalização da governança corporativa e direito societário.

Em adição, não podendo deixar de lado o fato de que a teoria, para ter o condão de resolver problemas no mundo real, deve ser analisada e elaborada a partir de casos práticos. Portanto, analisar-se-á um caso emblemático de fraude praticada por diretores no Brasil, com base nos relatórios e dados colhidos da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários⁶.

O caso escolhido para lastrear a análise demonstra a ocorrência de conflitos de interesses, oportunismo e beneficiamento ilícito de diretores em detrimento de acionistas, em prejuízo de companhia, instituição financeira, armada com diversos dos mecanismos de controle e fiscalização impostos e dispostos pela Lei e normas autorreguladoras.

Como veremos, a assimetria informacional entre as partes torna fértil o terreno do oportunismo, considerando a função risco/benefício considerada pelos agentes ao praticar um ato ilícito. (Apesar de não ignorarmos que novos estudos propõem a problemática do “Conflito Inverso da Agência”, ou “Problema do Agente”⁷, não será esse o foco de análise neste estudo. A análise poderá, contudo, contribuir para investigações futuras, considerando que buscamos, principalmente, concretar premissas de análise, que poderão ser utilizadas em qualquer um destes problemas).

O caso a ser tratado (Processo Administrativo Sancionador CVM 01/2011 – Banco Panamericano S.A.) versa sobre fraudes nos balanços contábeis da companhia, perpetradas pelos diretores com o intuito de auferir vantagem pecuniária ilicitamente.

Neste caso, é preciso investigar se as partes respeitavam os mandamentos do direito societário, se havia uma governança corporativa mínima dentro da estrutura organizacional e se os arranjos contratuais firmados entre companhia (principal) e os administradores (agentes) permitiam que esses, utilizando-se de informações privilegiadas, auferissem benefícios pecuniários em detrimento da pessoa jurídica e dos acionistas, com baixo risco e alto retorno.

⁶ Sobre o método do Estudo de Caso, ver: EISENHARDT, K. M. Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 4, 1989; ELLRAM, L. The use of the case study method in logistics research. *Journal of Business Logistics*, v. 17, n. 2, 1996. FLYVBJERG, B. Five misunderstandings about case-study research. *Qualitative Inquiry*, v. 12, p. 219-245, 2006.

⁷ A título explicativo, Eckstein e Parchomovsky, em seu artigo “*The Agent’s Problem*”, estudam a questão do *reverse agency problem*. Os autores defendem que, como recentemente as agências federais aumentaram seus esforços sobre a fiscalização e *enforcement* de normas perante as companhias, “um novo problema surgiu”, visto que “o aumento nas investigações criminais contra corporações, combinado com a popularidade dos mecanismos de acordos, incluindo *plea bargain* e delações premiadas, fez com que as companhias sacrificassem diretores e agentes para concluir acordos com as autoridades o mais rápido possível. Este fenômeno é o espelhamento do problema de agência – o problema do agente” (ECKSTEIN; PARCHOMOVSKY, 2021, p. 1509).

A intenção é, então, analisar se a utilização conjunta da governança e das estratégias de alinhamento de incentivos *ex ante* podem ter um impacto positivo no sentido de prevenir comportamentos oportunistas.

Para embasar a problemática, houve pesquisa e levantamento de dados estatísticos e jurimétricos, demonstrando a existência dos problemas de agência mesmo em companhias que seguem as normas de melhores práticas.

O estudo estatístico proposto pela Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ), em conjunto com a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), que analisou 601 julgamentos pela CVM de casos ocorridos entre janeiro de 2000 e março de 2019, demonstrou que 11% deles têm como fato gerador o descumprimento do dever de diligência pelo administrador; 5,5%, a falha no dever de informar; 5,2%, a falha no dever de lealdade, e 4,7% estão relacionados ao desvio de poder. Em paralelo, 38,4% dos casos julgados têm um diretor como autor do ato ilícito. (NUNES; BERGER, 2020).

Nesse interim, os dados publicados confirmam a problemática desta dissertação: mesmo com a evolução generalizada dos mecanismos de controle e fiscalização, fraudes e oportunismo ainda são um problema real no ambiente empresarial brasileiro.

Pretendemos, portanto, apontar possíveis formas de análise e, em última instância, remédios para, ao menos, mitigar estes problemas – tal qual a utilização conjunta de mecanismos (auto)regulatórios e estratégias contratuais de incentivos *ex ante*.

Em outras palavras, a relação de agência é um problema discutido há décadas⁸, o que levou à importantes e efetivas evoluções nas estruturas de governança. No entanto, verifica-se que, ao menos no Brasil, os indivíduos não parecem dar igual importância às demais estruturas de prevenção às fraudes, em especial quando se trata de mecanismos cujos custos são auferidos no início da relação (*Front-end Costs*). A preferência por incorrer em custos somente ao final da relação (*Back-end Costs*) parece se somar à dificuldade de elaborar soluções efetivas para as falhas estruturais das normas que regem a relação de agência.

⁸ Já no início do século XX, “Adolf Berle e Gardiner Means (1932) denunciaram a separação da propriedade e controle como o maior problema do negócio corporativo (PACCES, 2012, p. 03)

1.3. Justificativa da Metodologia Adotada

Por conseguinte, é importante justificar os métodos de pesquisa adotados para possibilitar a entrega do resultado deste estudo.

Temos que, a partir do conjunto das informações levantadas, nos parece uma abordagem necessária a análise de um caso concreto e dos dados estatísticos que permeiam o problema na realidade brasileira. Essa percepção se deve ao fato de que pretendemos entregar uma forma de mitigar os problemas de agência na prática, e não via discussão retórica e dogmática, o que deve ser mais bem aproveitado se aplicado especificamente em casos reais e simbólicos, que ocorrerem administrativamente perante o órgão regulador do mercado de capitais.

Outrossim, nos parece mais plausível destrinchar casos reais do que focar em uma discussão retórica que, possivelmente, terá pouca aplicabilidade nas atividades concretas exercidas pelos advogados, gestores, administradores, acionistas e terceiros que fazem parte da relação de uma firma.

Assim, visando a entrega de resultado prático, os métodos retóricos, dogmáticos e reducionistas, apesar de extremamente importantes para elaborar teses filosófica e paradigmaticamente relevantes, não se prestam, em nosso entendimento, à resolução de problemas diretos, concretos e comprovadamente, com base estatística, recorrentes no mundo corporativo.

Aliás, como dito por Branski, analisar casos reais nos possibilita, “em casos similares, realizar previsões” (BRANSKI; FRANCO; LIMA JR., 2010, p. 02).

Justifica-se, então, a abordagem metodológica mista entre os métodos descritivo e dedutivo, utilizando-os, respectivamente, para analisar a teoria, a prática e os dados colhidos de eventos reais e, após, levantar deduções lógicas acerca dos impactos de cada estrutura, comparando os números e casos com as bases teóricas acadêmicas e investigando a aplicabilidade destas teorias no mundo real.

Dito isto, os dados para possibilitar a consecução deste estudo 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) dados estatísticos.

1.4. Proposta do Trabalho e Considerações Iniciais

A proposta desta dissertação é entregar um estudo teórico referenciado por análise de dados, com a finalidade de apresentar um resultado analítico sobre eventuais falhas e qualidades do

Direito Societário e da Governança Corporativa e, após sanadas estas questões, levantar sugestões de *contractual design* e estratégias de alinhamento de interesses e incentivos, que poderão ser utilizadas em conjunto com as estruturas (auto)regulatórias já existentes. Pretende-se, a partir disso, observar o que efetivamente importa para mitigar riscos de oportunismo, impondo incentivos aos agentes para que se tomem decisões nos melhores interesses dos principais.

Em outras palavras, objetivamos demonstrar a importância da imposição de incentivos *ex ante* por meio de instrumentos estratégicos de alinhamento de interesses, para atuarem em conjunto com os incentivos *ex post* (esses representados pelos mecanismos de controle e fiscalização da governança corporativa).

Não obstante, importante esclarecer ao leitor que, apesar das discussões recentes sobre Governança Corporativa, que remete à ESG (*Environmental, Social and Corporate Governance*), nosso estudo se aterá à teoria clássica da agência, à Análise Econômica do Direito, e ao Neoinstitucionalismo na perspectiva de Williamson, Coase, Becker, North e outros.

Outros fatores que podem inequivocamente agregar a este estudo são as cadeiras de *Behavioral Law and Economics* e Economia Comportamental. No entanto, considerando o limite de extensão e aplicação do trabalho, estes não serão o foco. Nada impede, no entanto, de que este ensaio seja objeto posterior de aplicação destas matérias, que poderão confirmar ou refutar as nossas teses.

Sinteticamente, buscamos, por intermédio da aplicação das teorias da Análise Econômica do Direito e da Nova Economia Institucional⁹, investigar a sua utilidade em um caso concreto, e aplicá-las como método de aperfeiçoamento da confecção de estruturas regentes das relações fiduciárias, englobando *Back* e *Front-end Costs*, regras e standards etc.

Para respaldar o ensaio, a teoria do *Contractual Design* será embasada na tese dos autores Scott e Triantis (2006). A citada tese possibilita, por exemplo, “decidir sobre a utilização consciente de termos vagos no momento da elaboração do contrato para alocar eventuais custos de um contrato complexo para o final (“*back-end*”)”. Por outro lado, também nos possibilita

⁹ Williamson corrobora o nosso entendimento ao demonstrar a crítica e a resposta sobre a utilização da análise econômica e das instituições no estudo do direito, da firma e dos contratos: “O estudo das instituições econômicas do capitalismo nunca, no entanto, ocupou uma posição de importância na agenda de pesquisa das ciências sociais. Parte desta negligência pode ser explicada pela complexidade inerente destas instituições. No entanto, a complexidade pode e frequentemente serve como um incentivo e não como um impedimento. O nosso estado primitivo de conhecimento é, pelo menos, igualmente explicado por uma relutância em admitir que os detalhes da organização são importantes. A concepção generalizada da empresa como uma ‘caixa preta’ é a epítome da tradição de pesquisa não institucional (ou pré-microanalítica) (WILLIAMSON, 1985, p. 15).

analisar se é “economicamente mais vantajoso, antecipar os custos (“*front-end*”), reduzindo, como consequência, a margem interpretativa do magistrado, posto que aqui os conceitos das expressões são definidos pelas partes” (MONTEIRO, 2020, p. 225).

A importância destes contratos, aliás, já foi explanada por Cooter e Schafer, vez que são capazes de alcançar uma alocação viável de custos, riscos e benefícios para as partes. Isso porque, no fim do dia, “o objetivo final é um ‘contrato auto executório’”, ou seja, “no qual cada parte espera ganhar mais por cada estágio ao manter suas promessas do que ao quebrá-las” (COOTER, SCHAFFER, 2017, p. 113).

O problema é que esta “autoexecução” é impossível sem o *enforcement* estatal. O próprio *enforcement*, por sua vez, sofre para ser efetivo, eis que “contratos frequentemente falham em traduzir precisamente todas as circunstâncias que deram origem à disputa”, e que “os juízes discordam sobre a extensão com que devem executar os termos do contrato *ipsis litteris* ou impor soluções que possam reparar a relação contratual” (COOTER; SCHAFFER, 2017, p. 113).

No Capítulo 2, explicaremos o que são e quais as bases teóricas da Análise Econômica do Direito e da Nova Economia Institucional, explicando o motivo pelo qual são essenciais para embasar o estudo aqui formulado, considerando que, no universo corporativo, o estudo do comportamento e dos incentivos dos agentes é inseparável das normas que estes devem seguir.

Por conseguinte, no Capítulo 3, explicaremos o conceito de empresa e firma, comparando as definições jurídicas e as definições econômicas, uma vez que é impossível entender o problema sem ter ciência de sua base inicial – considerando, claro, que toda a teoria da agência se funda na firma, que é, em breve síntese, a forma de governança vertical de internalização da produção de bens e serviços. Além disso, explicar o surgimento e a evolução do Direito que regula as empresas e as relações econômicas de troca de bens e valores dentro da sociedade e da firma facilitará o entendimento sobre a existência de relações de agência.

O Capítulo 4 servirá para explanar e aprofundar a questão da relação e conflito de agência *per se*, demonstrando as bases teóricas da matéria, auxiliando o entendimento sobre a relação de agência em si, os conflitos que podem ser potencialmente gerados e quais os motivos ou justificativas para tanto, tais como assimetria de informação, custos de coordenação, entre outros.

O Capítulo 5 irá explicar a importância e definições do direito societário e quais são os deveres fiduciários por ele impostos, qual a sua origem e o seu Estado da Arte. Após, investigaremos quais são os tipos de regras fiduciárias impostas pela Lei e pelas instituições que moldam o mundo corporativo (e.g. normas ou *standards*) e qual é e se existe efetividade prática, bem como as possíveis consequências de não as observar.

O Capítulo 6 terá como objetivo uma análise das principais estruturas de Governança Corporativa adotadas pelas empresas, pelo Direito Societário e pelos órgãos autorreguladores, bem como apreender seus objetivos, seus meios e seu modo de funcionamento, passando por uma visão geral das instituições de auditoria, conselhos fiscais, até o *Compliance*. Deveremos analisar os institutos sob a ótica atual do mercado brasileiro, estudando-se, inclusive, as normas expedidas pela B3 e pelo IBGC, as estruturas de Governança instituídas na Bolsa de Valores do país e diferenças entre elas, e se existe mais ou menos efetividade em uma ou em outra destas estruturas¹⁰. A partir dessa análise buscaremos identificar potenciais falhas apriorísticas na utilização isolada desses mecanismos, com base no método descritivo anteriormente levantado: racionalidade e incentivos.

O capítulo 7 terá o objetivo de comparar o entendimento jurídico e econômico dos contratos, demonstrando qual é a diferença de efetividade quando se aborda a teoria de cada uma destas matérias, paralelamente, na prática. Passaremos brevemente sobre a teoria dos contratos incompletos e, após, explicaremos as premissas, benefícios e falhas da teoria do Contractual Design, principalmente sobre a tese de Scott e Triantis (2006). A partir disso, buscaremos explicar, por intermédio da teoria econômica, como funciona a tomada de decisão dos agentes em ambientes de mercado, quais são os incentivos necessários para moldar seu comportamento e como fazer com que a cooperação seja mais atrativa do que eventual comportamento oportunista.

Por conseguinte, o Capítulo 8 será dedicado à análise do caso Banco Panamericano S.A., cujo objeto de litígio foi o comportamento oportunista dos diretores da companhia. Buscaremos entender se existiam mecanismos de controle e fiscalização da governança corporativa e quais foram os seus impactos no caso. Buscaremos, por fim, encontrar as falhas contratuais que possibilitaram o comportamento oportunista e buscar encaixar soluções *ex ante* que poderiam ter sido adaptadas pelos principais

O Capítulo 9, após todas as análises acima, será utilizado para demonstrar como os contratos podem ser instrumentos hábeis a mitigar os conflitos de agência, desde que confeccionados levando em consideração a economia, os custos de transação, a racionalidade dos agentes e o sistema de incentivos comportamentais. Ainda devemos analisar a utilização convergente entre as instituições do Direito Societário e da Governança Corporativa com os contratos particulares como forma de abrandar conflitos de agência.

Por fim, no Capítulo 10, concluiremos o estudo, demonstrando as conclusões alcançadas a partir das análises realizadas, tais como a importância das regras de governança corporativa, do direito societário, dos contratos, e da utilização estratégica de custos *ex ante* e *ex post* nas relações de agência.

2 ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO E NEOINSTITUCIONALISMO: SÍNTESE E IMPORTÂNCIA PRAGMÁTICA DE SUA UTILIZAÇÃO COMO BASE DE ESTUDO

A Análise Econômica do Direito (“AED”) nos parece um necessário objeto de análise para aplicação prática nos casos que serão aqui discutidos. Temos como premissa, pelo menos, que a Teoria Pura do Direito, ou o reducionismo científico, não são suficientes para elaborar teses e resolver os problemas propostos neste estudo.

Igualmente, a Nova Economia Institucional ou Neoinstitucionalismo (NEI), concede-nos instrumento hábeis para aprofundar e embasar nosso trabalho.

Como disseram Cooter e Ulen, “legisladores frequentemente perguntam: ‘como uma sanção irá afetar o comportamento?’ [...] Os advogados responderam a essas perguntas em 1960 da mesma maneira que o fizeram 2000 anos antes: consultando a intuição (COOTER; ULEN, 2016, p. 03). Por outro lado, os economistas “elaboraram uma teoria científica para prever os efeitos das normas no comportamento”. Para eles, “sanções são como preços e, presumivelmente, as pessoas respondem a elas tanto quanto aos preços” (COOTER; ULEN, 2016, p. 03) ¹¹

A base científica utilizada pela ciência jurídico-econômica, para apreender o universo jurídico de incentivos e consequências, é a Microeconomia. Pindyck e Rubinfeld dizem que a “microeconomia trata do comportamento das unidades econômicas individuais”. Esta matéria de estudo explica como as partes “tomam decisões [...] e de que forma suas escolhas são influenciadas pelas variações de preços e rendas” (PINDYCK; RUBINFELD, 2013, p. 03).

Assim, se o direito é uma forma de regular comportamentos, e se a tomada de decisões é objeto de estudo da Economia, devemos questionar se o resultado de determinada norma será aquele esperado pelo legislador, o que, de fato, não nos deixa afastar a utilização conjunta de ambas as matérias.

Na prática, por exemplificando, os resultados da publicação de determinada Lei, inobservadas as premissas da microeconomia, podem ser contraintuitivos e, por consequência, incentivar comportamentos e reações inversas às desejadas.

Um exemplo clássico desta constatação é a “Curva de Laffer”¹². Supondo que o legislador, visando aumentar a arrecadação do Estado, publica uma Lei aumentando a alíquota de

¹¹ Ivo Gico Jr. corrobora este entendimento ao dizer que “O direito é, de uma perspectiva mais objetiva, a arte de regular o comportamento humano. A economia, por sua vez, é a ciência que estuda como o ser humano toma decisões e se comporta em um mundo de recursos escassos e suas consequências” (apud TIMM, p. 15, 2021).

¹² Importante asseverar que utilizamos a Curva de Laffer apenas como um exemplo de possível resultado contraintuitivo de uma norma, sem o condão de debater a validade real da teoria.

determinado tributo. No entanto, é possível que essa majoração de alíquota acarrete numa menor arrecadação, vez que tal regramento faz com que determinados indivíduos não tenham mais incentivos para continuar exercendo a atividade tributada. Assim, a Lei surtiu um efeito diretamente contrário ao esperado, justamente por deixar de observar que os indivíduos são seres racionais e que suas escolhas serão embasadas no cálculo custo/benefício de determinada decisão.

Por outro lado, uma análise estritamente jurídica da ideia sobre a nova alíquota poderia ser confirmada por intermédio de uma argumentação dogmática. Vejamos: considerando que o Brasil busca, em sua constituição, um estado de bem-estar social e redistribuição de renda, e que as alíquotas de impostos podem ser aumentadas caso sejam seguidas formalidades legislativas diversas, a norma seria completamente válida e eficaz, no contexto jurídico.

No entanto, a eficácia da norma, no sentido de alcançar o efeito prático almejado, seria descartada após uma análise econômica da proposição.

Eis a importância da interdisciplinaridade. Não se pode, ainda mais se tratando de matéria de ordem pública com grande impacto em milhões de indivíduos, adotar uma abordagem intuitiva na formulação de políticas públicas.

A Análise Econômica do Direito, além de conceder segurança aos (des)incentivos promovidos pelas normas, é necessária para entender o que deve, *a priori*, ou não, ser adotado pelos *policy makers* em seu dia a dia operacional.

Isso serve, também, para analisar qual será o impacto de determinada cláusula contratual sobre o comportamento da contraparte, ou para determinar se o custo da implantação de uma estrutura de controle – um conselho fiscal, por exemplo – terá um custo-benefício positivo.

Considerando, então, que a relação de agência nada mais é do que o conjunto de normas e contratos inseridos num ambiente econômico, numa situação em que as partes pretendem ter ciência e previsibilidade sobre qual será o comportamento da outra, não podemos nos desvencilhar das supracitadas diretrizes para firmar as bases teóricas que sustentam esta dissertação.

Necessário, portanto, abordar brevemente os principais conceitos das matérias que serão utilizadas em conjunto com a ciência jurídica para tentar resolver, da forma mais pragmática possível, o problema da agência: a Análise Econômica do Direito e a Nova Economia Institucional (ou Neoinstitucionalismo)

2.1. Análise Econômica do Direito (AED)

Como afirmamos, se o Direito é a arte de regular o comportamento, e a Economia o instrumento que estuda a tomada de decisões dos indivíduos, não há como desvincular as duas matérias. Nesse sentido, a tomada de decisões e o comportamento deverão estar alinhados com a regulação jurídica comportamental.

A regulação e o estudo do comportamento devem andar, para uma análise pragmática e efetiva, em conjunto. Dito isso, buscamos entender como a regulamentação brasileira na esfera da governança corporativa funciona, e como elaborar instrumentos de auxílio à governança, como contratos que, por exemplo, incentivem o agente a agir de forma honesta, apesar de sua natureza potencialmente oportunista, expondo entendimentos doutrinários sobre assimetria de informações, racionalidade, entre outras. Para tanto, é imperiosa a utilização da Análise Econômica.

Em outras palavras, deve-se explicar como utilizar as previsões de comportamento e decisões levantadas pelos estudos econômicos em favor das normas jurídicas a serem criadas.

Corroborando, Marcia Carla Pereira Ribeiro e Almanza Torres afirmam que o Direito é “a arte de regular o comportamento das pessoas” e a Economia é “a ciência que estuda como o ser humano se comporta e toma decisões em um mundo de recursos escassos e quais são as consequências destas decisões (TORRES; RIBEIRO, 2018, p. 11).

Essa análise interdisciplinar, apesar de, hodiernamente, não muito utilizada, e às vezes injustificadamente renegada pelas escolas de Direito, é cadeira antiga de estudo pelos acadêmicos.

Segundo Cateb, “as origens do estudo conjugado de Direito e Economia remetem a Adam Smith e Jeremy Bentham”. Adam Smith introduziu na literatura o conceito do “direito de propriedade como garantia jurídica que cria ambiente propício para o funcionamento econômico adequado”. Bentham, por outro lado, introduziu “os fundamentos utilitaristas da economia do bem-estar”. Apesar disto, a Análise Econômica do Direito como “disciplina sistematizada” se dá apenas no Século XX, com a obra de Ronald Coase intitulada “*The Problem of Social Cost*” (CATEB; GOMES, 2018, p. 42).

Ainda, diferentemente do juspositivismo lógico, o cientista econômico não se atém ao racionalismo cartesiano, ele estuda “a tomada de decisão em um ambiente de mercado”. Reforçando essa ideia Luciano Timm afirma que “quando um economista estuda os contratos, debruça-se sobre a realidade social, buscando compreender o agente econômico em suas

interações de mercado. Ou seja, [...] estuda a realidade dos contratantes e o seu papel em uma realidade empírica” (TIMM; YEUNG, 2016).

Sendo o Direito Privado, portanto, um instrumento jurídico-econômico, repete-se: é impossível afastar a sua análise dentro das duas matérias concomitantemente.

Conceitualmente, a Análise Econômica do Direito é uma matéria multidisciplinar que aplica ao Direito os conceitos da Economia. Segundo Gico Jr., ela não é nada mais do que “a aplicação do instrumental analítico e empírico da economia”, que tem como intuito “compreender, explicar e prever as implicações fáticas do ordenamento jurídico” (GICO JR., 2010, p. 13), bem como de sua própria lógica ou racionalidade. Utiliza-se, para tanto, especialmente, a microeconomia e a economia do bem-estar social.

Em adição ao conceito supra, “a Análise Econômica do Direito é útil para a correta interpretação e adequação dos institutos jurídicos” com o intuito de buscar e obter “o resultado mais adequado da sociedade”. Neste sentido, convergindo a hermenêutica jurídica com a análise econômica “facilmente se obtém excelente forma de distribuição de justiça” (CATEB; GOMES, 2018, p. 41).

Nessa toada, a AED parte do pressuposto - correto a nosso ver - de que vivemos em uma sociedade que possui recursos escassos e agentes racionais, ou seja, não há a criação de recursos, apenas a sua realocação, e os agentes racionais tomarão a escolha que mais beneficiem seu próprio bem-estar.

Outro conceito importante para o estudo, é a definição de “agentes racionais”. Maristrello Porto ensina que “os agentes econômicos comparam os benefícios e os custos das diferentes alternativas antes de tomar uma decisão, seja ela de natureza estritamente econômica, seja ela de natureza social ou cultural”, ou seja, verificam o custo/benefício de cada decisão, preocupando-se “com o futuro e não com o passado (uma vez que este não pode ser modificado”, o que demonstra a análise pautada no consequencialismo (PORTO, GRAÇA, 2013, p. 12).

A matéria em debate possui métodos que nos auxiliam a entender e sopesar qual a melhor escolha para um agente racional em uma determinada situação, o que é muito importante para as análises propostas nesse estudo.

Explica-se pelo fato de o processo decisório é sempre um conflito entre alternativas (*payoffs*), entre fazer ou não fazer algo, aplicar ou não uma lei ou ir ou não ir a determinado lugar. O agente racional, teoricamente, avaliará qual o custo, o bem-estar proporcionado e as externalidades ocasionadas por cada uma das decisões, seja entre cometer uma fraude ou ser honesto, por exemplo.

Um dos métodos de sopesamento do custo-benefício entre um *payoff* é creditado ao cientista político italiano Vilfredo Pareto – método que ficou conhecido como o “Ótimo de Pareto”. O cientista enunciou que o bem-estar máximo de uma sociedade é alcançado quando não existir outro estado tal que seja possível aumentar o bem-estar de um indivíduo sem diminuir o bem-estar de outro (GARCIA, 1996, p. 13).

O ótimo de Pareto é, no entanto, utópico: ele considera que o bem-estar social está em um limite máximo, sendo impossível que trocas beneficiem um indivíduo sem dar prejuízo ao outro (jogo de soma zero). Isso porque esse “bem-estar máximo” depreende que qualquer recurso deve estar em posse do indivíduo que mais o valoriza na sociedade. Considerando, ainda, que esses recursos são escassos e que o bem-estar máximo pressupõe que cada bem já está nas mãos do indivíduo que mais o valoriza, seriam, portanto, inviáveis novas tradições de bens na sociedade.

Como o método acima pressupõe uma utopia, outros cientistas formularam critérios mais viáveis à aplicação real. O principal deles é o critério Kaldor-Hicks. Segundo Rodrigues, esse critério, normalmente utilizado pela Análise Econômica do Direito, é menos exigente do que o Pareto Ótimo. Para o autor, “a passagem de uma situação para a outra constitui uma melhoria se os agentes econômicos por ela beneficiados estivessem interessados na sua concretização, mesmo que tivessem que pagar a compensação necessária para conseguir o assentimento dos prejudicados” (RODRIGUES, 2007, p. 26-27).

Mais sinteticamente, pode-se definir a eficiência de Kaldor-Hicks “quando o produto da vitória de A excede os prejuízos de B” (TIMM, 2014, p. 353). Exemplificando, uma transação será mais eficiente quando, em uma transação, o sujeito A possuir um lucro de \$10 e o sujeito B um prejuízo de \$ 5, do que se o sujeito A obtivesse um lucro de \$ 10 e o sujeito B um prejuízo de \$12 (a riqueza geral criada pela primeira situação tem um valor final de \$5, enquanto a segunda situação geraria uma riqueza geral negativa equivalente a \$-2).

O criado pelos cientistas Nicholas Kaldor e John Hicks possui, portanto, o condão de obter situações mais amplas e realistas em um mundo de insumos limitados. Todavia, o princípio parte do mesmo anteriormente aplicado por Pareto: “a aplicação da noção de eficiência das relações socioeconômicas para explicar a tomada de decisões de agentes socioeconômicos” (BOTELHO, 2016. p. 30).

Entendemos, então, que se o Direito, por si, representa uma situação de conflito de interesses, a decisão a ser tomada, em regra, deverá ser aquela cuja soma dos resultados represente o valor de riqueza geral mais positivo possível – com a ressalva e apesar da grande

dificuldade de todas as áreas críticas, tais como Direito, Economia e Filosofia, em sopesar numericamente algumas situações conflituosas.

Dois critérios intrínsecos da AED, ainda, são de essencial auxílio a esse trabalho. Partindo deste pressuposto, não se pode deixar de refletir sobre os critérios positivos e normativos da matéria.

A tarefa do critério positivo é, segundo Sustain, Thaler e Jolls (1998), explicar os efeitos e o conteúdo da norma jurídica, ou seja, como a norma afetará o comportamento humano, como os indivíduos irão responder às mudanças das regras, por que a lei assume a forma que assume. Neste sentido, um entendimento amplo do comportamento humano pode ensejar as respostas.

O critério prescritivo, por sua vez, irá considerar de que maneira a norma pode ser utilizada para alcançar determinados fins, bem como dissuadir comportamentos indesejáveis (SUSTEIN; THALER; JOLLS, 1998. p. 1474), o que será objeto de nossa análise.

É essencial a importância dessas teorias, eis que buscaremos entender como as normas gerais de lealdade dos administradores se aplicam para mitigar riscos de comportamentos desonestos e vice-versa. Ou seja, os critérios prescritivo e positivo auxiliará a entender como as regras, tanto societárias quanto de governança e contratuais, funcionam e como elaborar estratégias auxiliares para otimizar o controle do comportamento das partes envolvidas em determinada transação.

Além disso, tratando-se de uma discussão sobre potenciais condutas desonestas – e até mesmo fraudulentas – praticadas por agendas, a Análise Econômica do Direito Criminal poderá, igualmente, auxiliar-nos a entender como funciona a tomada de decisão do indivíduo racional ao sopesar o custo-benefício da conduta.¹³

Enfim, justificando a abordagem econômica sobre o tema, entendemos que o estudo meramente dogmático do Direito não possui, parece-nos, o condão de elaborar estratégias e imposição de incentivos, simplesmente porque a teoria pura não trabalha com a premissa de que os seres humanos agem de forma (limitadamente) racional e que respondem a incentivos para buscar o seu próprio bem-estar.

Por exemplo, uma análise dogmática da norma geral dispositiva sobre o comportamento do administrador, prevista no artigo 154 da Lei n. 6.404/1976¹⁴, não nos permitiria levantar proposições sobre como esta regra impactaria, na prática, a tomada de decisões.

¹³ Ver BECKER, Gary S. Crime and punishment: An economic approach. In: The economic dimensions of crime. Palgrave Macmillan, London, 1968. p. 13-68.

¹⁴ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

Essa impossibilidade de análise por meio da dogmática se torna um problema, vez que o Dogmatismo Jurídico Clássico, ainda hoje diretriz da estrutura curricular das escolas de Direito, é, e sempre foi, a base matricial do nosso ordenamento jurídico. Significa dizer que não se estuda a interação entre o Direito e o meio em que ele está inserido. Estuda-se o Direito como um fim em si mesmo, um dogma a ser seguido – o que impede que as normas legais sejam utilizadas com sistemas de sopesamento e incentivos pelos indivíduos.

Essa definição aplica-se, claramente, à interpretação e à criação de normas de Direito Privado e Fiduciárias. Eis que, impedindo-se o operador do Direito de realizar uma análise extrajurídica para interpretar ou criar certas normas, ele fica deveras limitado à declaração de como elas devem ser interpretadas. Ora, o reducionismo científico nessa área impede a análise consequencialista das normas, levando-as a serem embasadas em conceitos jurídicos indeterminados, sem que permita compreender quais seriam as implicações práticas de determinada previsão.

A Análise Econômica do Direito, pelo contrário, permite que o estudioso preveja o comportamento dos indivíduos conforme a imposição de determinada regra, se elas serão seguidas ou não e se serão úteis para atingir o fim almejado pelo legislador. Corroborando, como disseram Mackaay e Rousseau, “A Análise Econômica do Direito não se limita aos aspectos ‘econômicos’ em sentido estrito”, mas busca “explicitar a lógica, nem sempre consciente de quem decide, e que não se traduz, expressamente, nos motivos das decisões” (MACKAAY; ROUSSEAU, 2015, p. 07-08).

Hayek, aliás, proeminente economista do século passado, disse que “em nenhum outro campo o efeito nocivo da divisão em especializações é mais evidente do que nas mais antigas [...], a Economia e o Direito” (HAYEK, 1985, p. XLIII).

É imperioso firmar o entendimento de que o indivíduo, apesar de sua racionalidade limitada, embasa a sua conduta econômica de forma racional, avaliando, em regra, quais serão as consequências prováveis para cada escolha de comportamento.

Corroborando o exposto até aqui, convergindo as informações, e demonstrando a importância dessas considerações ao debate, Hart (1995), traçou um paralelo entre, justamente, o Direito e a Economia sobre a relação de agência.

O autor cita a problemática jurídico-econômica da dispersão de propriedade da companhia e a delegação de poderes decisórios a um *board* de diretores que não são coproprietários das ações: (i) os principais (acionistas), “‘donos da companhia’, são muito pequenos e muito numerosos para exercer o controle em uma base diária”, levando-os a delegar isto para “um

board de diretores”; (ii) estes acionistas pulverizados “possuem um pequeno ou nenhum incentivo para monitorar a diretoria”, o que se deve ao fato de que:

O monitoramento é um bem público: se o monitoramento de um único acionista leva a empresa a uma melhor performance, todos os acionistas ganham. Dado que monitorar é custoso, cada um dos acionistas será um *free-rider* na esperança de que outros acionistas irão realizar este monitoramento (Hart, 1995, p. 127).

Considerando que quase todos esses “pensam da mesma forma”, o resultado é que “nenhum – ou quase nenhum – monitoramento será realizado” (HART, 1995, p. 127).

Hart entende que o sistema de incentivos, em seu exemplo, é frágil o suficiente para fazer com que os próprios interessados no lucro da Companhia não realizem o monitoramento dos diretores. Soma-se a isto o fato de a ausência de monitoramento levar os diretores a sopesarem riscos e benefícios de adotar condutas desonestas.

Nesse sentido, questionaríamos se a escolha racional é ter um alto lucro hoje, mediante fraude, e baixas chances de ser descoberto ou punido, ou um menor lucro amanhã? Afastar o estudo da economia não nos permitiria resolver esta importante questão.

Respondendo à pergunta acima, Axelrod dirá que a escolha “racional”, nestes casos, é a conduta oportunista, uma vez que “o agente prefere receber um benefício hoje que o mesmo benefício amanhã”, considerando que “nenhuma forma de cooperação é estável quando o futuro não é mais importante do que hoje” (AXELROD, 1984, p. 126-127).

Em brevíssima síntese sobre a conclusão acima, a ausência de incentivos para que os acionistas realizem o monitoramento dos Diretores, tem o condão de incentivar os Diretores a agirem de forma oportunista. O que não quer dizer, no entanto, que outras formas de incentivos – que não o monitoramento constante – não possam ser incluídas na relação negocial.

Eis, portanto, a inafastável importância da conjunção entre as matérias caso o operador do direito queira que sejam realmente efetivas as normas e regras de comportamento impostas às partes da relação: deve-se verificar qual será o real incentivo proporcionado por cada uma delas e como elas influenciarão nas tomadas de decisão.

Não obstante, como o Direito – conforme já dito – por intermédio da Análise Econômica, busca entender e aplicar as normas e instituições com o intuito firmar aquelas que tornam as transações mais eficientes (transações *win-win* ou kaldor-hicks), e considerando que a soma da criação de riqueza dentro de uma sociedade pode significar o desenvolvimento, ou não, do poder econômico e do bem-estar social, não se pode deixar de trazer à baila outra matéria

jurídico-econômica importante como base do trabalho: o Neoinstitucionalismo ou Nova Economia Institucional (NEI).

2.2. Nova Economia Institucional (NEI)

A Nova Economia Institucional tem como enfoque o estudo das Instituições, termo que possui um conceito extremamente importante para entender tanto o Direito quanto a própria evolução da sociedade.

Douglass North ensina que instituições são as regras do jogo, e as organizações e seus empreendedores são os jogadores. Citando-o, “instituições são convenções sociais concebidas pelos seres humanos que estruturam as relações entre si”. As convenções podem ser formais e informais e precisam ser dotadas de *enforcement*. “Juntas elas definem a estrutura de incentivos da sociedade e, especificamente, das economias” (NORTH, 1994, p. 360).

Outra definição mais sucinta, mas didática, explica que as instituições são “uma regularidade no comportamento que é aceita por todos os membros da sociedade, que especifica os comportamentos em situações particulares e recorrentes e é tanto autopoliciada quanto policiada por alguma autoridade externa” (LANGLOIS, 1986, p. 17).

Um dos propósitos fundamentais da NEI é investigar a “funcionalidade econômica e propriedades de eficiência de diversos tipos de arranjos institucionais (leis, contratos, formas organizacionais), bem como das motivações econômicas que desencadeiam e/ou influenciam processos de mudança institucional” (PONDÉ, 2007, p. 03).

Eis o motivo pelo qual as instituições importam no estudo da governança corporativa e relações de agência: seu estudo nos permite analisar o padrão de comportamento esperado em determinados conjuntos de normas.

Sobre a relação de agência, a própria NEI define que os seus principais problemas – oportunismo e conflitos de interesses - têm como base inicial as falhas estruturais do pilar regulatório¹⁵ das instituições. Ou seja, são falhas nas convenções legais e informais de comportamento e em seu respectivo *enforcement*.

Nesse sentido, North diz que essas falhas, respectivamente, possuem duas razões principais: (i) “os custos de mensurar as múltiplas margens que constituem a performance de um contrato”;

¹⁵ Segundo Pondé, estruturas regulatórias são aquelas que envolvem “os processos sociais, pelos quais são estabelecidas as regras de comportamento, efetuado o monitoramento do seu cumprimento e introduzidas as sanções – na forma de recompensas e punições, de maneira a influenciar as condutas” dos indivíduos (PONDÉ, 2007, p. 07).

e (ii) a realização do monitoramento e do *enforcement* contratual, que trata a estrutura regulatória, é feita por agentes “cujas próprias ações influenciam os resultados” (NORTH, 1994, p. 54).

Em outras palavras, as falhas na estrutura regulatória existem pois são demasiadamente custosas as atividades de elaboração, *enforcement* e monitoramento contratual; e que este último, justamente pelos custos envolvidos, acaba sendo exercido pelos próprios sujeitos que estão ou deveriam estar sendo monitorados.

Esta afirmação converge com o exemplo trazido, nesse capítulo, por Hart (1995): as próprias falhas institucionais tornam caro para os principais monitorarem os agentes o que, por consequência, permite o exercício de “automonitoramento” por esse, o que pode incentivar o comportamento oportunista.

A NEI, então, tratará sobre incentivos e cooperação, sob uma análise prática, buscando entender o impacto das instituições sobre real comportamento do indivíduo, e não o esperado por meio de deduções generalistas.

Além disso, ao moldar “as regras do jogo”, as instituições transformam, indiretamente, as formas de governança corporativa e de Direito Societário, eis que por meio de convenções supostamente aceitas por aqueles que compõem a sociedade.

Enfim, demonstrada a importância da aplicação da Economia nos estudos aqui propostos, justifica-se a abordagem pautada na interdisciplinaridade entre o Direito e a Economia.

Buscamos utilizar o Critério Positivo para analisar como determinados arranjos contratuais, societários, institucionais e hierárquicos influenciam o comportamento das partes principal/agente. Após, na ocasião do método dedutivo, visando sugerir formas de auxiliar a Governança a melhor atingir seus objetivos, utilizaremos o critério normativo para delinear estratégias estruturais.

Ademais, dentre as matérias que aqui importam, considerando que o Direito Societário, por exemplo, tem como objetivo “a organização e a disciplina da empresa”, é impossível não analisar “estruturas e os processos econômicos que a caracterizam, cuja compreensão é imprescindível para uma disciplina da matéria, dotada de efetividade” (MUNHOZ, 2002, p. 183).

Dito isto, devemos, a seguir, analisar os conceitos econômicos dos institutos jurídicos que permeiam a relação de agência, tais como “empresa”, “contratos”, “firma” etc.

3 TEORIA DA FIRMA, DA EMPRESA E FORMAS DE ORGANIZAÇÃO: SÍNTESE JURÍDICA E ECONÔMICA

Sendo a “empresa” a instituição base do estudo da agência e do mercado, não se pode deixar de conceituá-la em seu contexto histórico, jurídico e econômico, buscando uma fundação estrutural para este trabalho.

É interessante lembrar de onde surgiu e para que servia o “Direito Comercial” – o “Direito Empresarial”, ou “Direito Mercantil”¹⁶ –, e comparar hodiernamente com as suas fontes e finalidades.

Assim, se “a história da humanidade pode ser contada como a história do desenvolvimento econômico”, e a livre iniciativa “produziu resultados espantosos como a matemática, o arado, os diques e a irrigação, a siderurgia, a navegação comercial etc.”, é factível entender que “é possível contar a história da humanidade sob a ótica do comércio e da empresa” (MAMEDE, 2020, p. 04)¹⁷.

O Direito Empresarial tem origem¹⁸, de acordo com Galgano, na *Lex Mercatoria*. Essa norma não regulava somente “a atividade dos mercadores, [...] porque é direito criado pelos mercadores, que nasce dos estatutos das corporações mercantis, do costume mercantil e da jurisprudência da corte dos mercadores”. Ademais, foi criada sem interferência da classe política, a quem bastou, simplesmente “ratificar” os seus termos (GALGANO, 2003, p. 224).

A não interferência estatal se deu porque, à época, não existia “um poder político central, forte, capaz de impor regras gerais e aplicá-las a todos” (RAMOS, 2009, p. 28). Sendo assim, os profissionais se associaram em corporações mercantis, também conhecidas como “corporações de ofício”, para “dirimir, com base no Direito Consuetudinário, as demandas envolvendo a atividade comercial” (FERNANDES, 2007, p. 04).

Sem estender o assunto, o crescimento das operações de troca, escambo e venda de bens e serviços, ao fim da Idade Média fez com que as corporações de ofícios tomassem proporções grandes o suficiente para possibilitar “a constituição de um direito de classe, ocupado

¹⁶ As designações de Direito Empresarial, Comercial ou Mercantil não serão objeto de discussão nesta dissertação, pois se trata de uma distinção puramente retórica e não agregaria a este estudo, que tem intenção de resoluções práticas. No entanto, por ora, é necessário citar os termos para explicar, brevemente, a evolução do Direito “Empresarial”, o que nos ajudará a entender os motivos e fontes de seu surgimento e como ele foi tratado com o passar do tempo. Utilizaremos, de qualquer forma, o termo “Direito Empresarial” neste momento.

¹⁷ Reiteramos que essa discussão não é imprescindível para o desenvolvimento e conclusão deste estudo. No entanto, a linha de pensamento tomada é a de que ser radical, no sentido de buscar a raiz do problema, torna a linha de argumentação e raciocínio mais verossímeis, o que, por sua vez, facilita o entendimento das exposições.

¹⁸ Há diferentes teses sobre o “surgimento” de normas consuetudinárias e muita discussão sobre a origem do comércio e do mercado. Muitos a remetem aos sumérios, e, posteriormente, aos mesopotâmicos. Segundo Comparato (1996), remonta o Código de Hamurabi. Porém, entenderemos como marco inicial do Direito Empresarial, a *Lex Mercatoria*.

especificamente do fenômeno mercantil” (MAMEDE, 2020, p. 15). Após esse período, “a codificação do Direito Comercial surge na França com duas ordenanças de Luiz XIV, [...] normas que seriam a base do Código Comercial de 1808” (MAMEDE, 2020, p. 15-16). Esse *Code de Commerce* (ou Código Napoleônico) influenciou, inclusive, a criação do Código Comercial Brasileiro (Lei n. 556, de 25 de junho de 1850) (NEGRÃO, 2020, p. 36).

Esta legislação e doutrina originaram o que era chamado de “Teoria dos Atos de Comércio”. As novas normativas não se importavam com o sujeito que praticava a ação – outrora os mercantes, por intermédio das corporações de ofícios e criação de normas de classe – mas se preocupavam, por outro lado, com a “prática de atos denominados comerciais”. No entanto, considerando se tratar de norma taxativa, houve um problema, considerando que “a expansão do capitalismo” ampliou o “rol de atividades criadoras de riquezas, gerando conseqüentemente a necessidade de ampliar o rol de atividades econômicas suscetíveis da tutela comercial” (VENOSA, 2020, p. 04).

Dada a árdua tarefa de determinar, legalmente, quais atos eram, ou não, considerados “Comércio”, e a impossibilidade de prever todo o rol necessário, a Itália adotou, “em 1942, um novo sistema de disciplina das atividades privadas”. Nesse código civil italiano, “ocorre a unificação do direito privado e a adoção da teoria da empresa, que coloca o Direito Comercial no fulcro da organização da atividade econômica” (VENOSA, 2020, p. 04).

O Brasil somente unificou a matéria Direito de Empresa por intermédio da Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), em seu artigo 966, que caracteriza como empresário aquele “quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou serviços” (BRASIL, 2002). Nesse sentido, Fraporti diz que “a empresa é uma atividade econômica que visa à produção e ao incentivo à circulação de bens e serviços para o mercado”, e o empresário, por sua vez, é aquele que “fica à frente do negócio” (FRAPORTI, 2018, p. 61).

Não obstante a dificuldade dos antigos em conceituar os Atos de Comércio, a doutrina ainda discute sobre a concepção jurídica de Empresa. Numa apreciação doutrinária mais complexa, Alberto Asquini entende o conceito de empresa como o “de um fenômeno econômico poliédrico, o qual tem sob o aspecto jurídico [...] diversos perfis em relação aos elementos que nele interagem” (ASQUINI, 1996, p. 109). Para o autor, a empresa tem quatro diferentes conceitos, a depender da relação a ser analisada: (i) empresa como empresário (subjeto); (ii) empresa como atividade (objeto); (iii) empresa como estabelecimento (funcional), e (iv) empresa como instituição (corporativo).

No entanto, é tarefa árdua conceituar o termo “empresa” ou “firma”, se forem utilizados termos jurídicos subjetivos. Como bem colocado por Galgano, citando Ascarelli:

O Direito Comercial não tem, para desonra do seu nome, um preciso referente nas categorias da economia, não corresponde a um específico setor do sistema econômico; o seu limite com respeito ao Direito Civil não pode ser traçado – bem o advertiu Ascarelli – decompondo o direito privado em direito da produção, da distribuição, da circulação, do consumo e assim por diante (GALGANO, 2003, p. 225).

Nos parece, portanto, que a dificuldade em conceituar os termos inerentes à atividade exercida por empresas e empresários evoluiu visando diminuir custos de transação, aumentando o raio de alcance das normas comerciais e oferecendo mais segurança jurídico-institucional aos indivíduos – apesar da sua, ainda, nebulosidade em matéria de definição doutrinária.

Em outras palavras, o Direito que regulava o mercador e, posteriormente, os atos comerciais, entendeu sua incapacidade racional de englobar todos as atuações possíveis, e passou a regular a organização da atividade econômica.

Em outros termos, o Direito de Empresa é uma matéria que surge por causa da economia, pela economia e para a economia. Por isso, a definição jurídica dos termos “empresa” e “empresário” não são suficientes para este estudo – e nem o conceito puro da palavra – uma vez que a interdisciplinaridade toma conta e ofusca a pura dogmática. Sendo a empresa um instrumento econômico, sua definição e análise também o devem ser.

As transformações do Direito regulador do comércio, por si sós, possuíram o condão de fortalecer as instituições, facilitando o entendimento das condutas que poderiam, ou não, ser praticadas por *players* que se caracterizavam como “empresas/empresários” ou “comerciantes” ou “mercadores”.

Considerando-se que as instituições irão moldar o comportamento individual, e que existem as “falhas” nas teorias jurídicas da empresa, percebemos que a evolução dos institutos jurídicos teve muita relação com o fortalecimento das instituições, possibilitando maior previsibilidade de comportamentos de pessoas que, ao fim, saberiam mais facilmente que se enquadravam como “empresas” e, portanto, quais normas de comportamento social deveriam seguir.

Essa maior regularidade de entendimentos institucionais proporcionou a coordenação de comportamentos entre os indivíduos, possibilitando a confiança interpartes e a evolução da sociedade.

O Direito da Empresa, então, sendo um fato econômico, e criado pelos próprios envolvidos para regular as suas atividades, deve ser mais bem aprofundada sob a ótica da economia do que do direito propriamente dito.

Com isso, passamos à análise da empresa por intermédio da teoria econômica: a “Firma”.

3.1. A Teoria da Firma e a Empresa na Economia

Diferentemente de outras matérias reguladas pelo Estado, que introduzem conceitos abstratos e subjetivos¹⁹, tais como “Função Social”, “Direito à Felicidade” etc., o Direito Empresarial surgiu de uma necessidade constante e impositiva de evolução para possibilitar o real fim almejado pelas empresas e empresários: a geração de lucros para seus beneficiários finais.²⁰

Para a própria economia, aliás, são despiciendo os esforços para conceituar as palavras “empresa” ou “empresário”. Esta disciplina se preocupa com a “Firma”, que é, como veremos, a forma de governança com a qual o agente econômico organiza hierarquicamente os seus arranjos contratuais, diferenciando-se pelo fato de que não haverá necessidade de recorrer ao mercado para buscar bens e serviços. Noutros termos, serão produzidos, internamente, por intermédio de subordinados e representantes, os bens e serviços necessários para a consecução do objeto social de sua firma – até certo ponto.

Essa produção independe do conceito dogmático-jurídico de empresa. Não importará, para os sujeitos das relações, se a Legislação os caracteriza como atividade, estabelecimento, instituição ou indivíduo. Arrow disse, inclusive, que “qualquer teoria econômica tem início na existência das firmas”, uma vez que “elas possuem uma estrutura interna” que deve surgir por alguma razão (ARROW, 1999, p. 602).

Neste momento entra em cena, novamente, a Nova Economia Institucional, cujas definições primárias foram explicitadas no capítulo anterior.

Ronald Coase, um dos percussores da virada de Copérnico da economia, depreendeu, em seu artigo *A Natureza da Firma* (1937), os motivos que levam o agente econômico a internalizar a atividade produtiva, numa forma de governança vertical (a firma).

Situando o leitor, a Economia Neoclássica, *mainstream* até a consagração da obra de Coase, sustentava que o mercado possuía perfeita homeostase entre oferta e demanda e que, por isso,

¹⁹ Recentemente, a Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (Decreto-Lei n. 4.657/1942) foi atualizada pela Lei n. 13.665/2018, que incluiu o artigo 20, cuja determinação expressa proíbe que os decisores estatais (juízes, órgãos públicos etc.) decidam com base em valores jurídicos abstratos, devendo considerar as consequências práticas da decisão. No entanto, a subjetividade ainda reina em diversos ramos do Direito brasileiro.

²⁰ Não podemos deixar de passar, aqui, pelo ponto doutrinário chamado por alguns autores como “Vícios Privados e Benefícios Públicos”. Segundo Adam Smith, o auto interesse individual aumenta o bem-estar do próprio indivíduo e, também, o da sociedade: “Não é da bondade [...] do padeiro que podemos esperar o nosso jantar, mas da consideração que ele tem pelo seu próprio interesse” (SMITH, 1983, p. 94). Dessa forma, percebemos que o mercado é um ente relativamente eficiente, engajado pela lei da oferta e da demanda, de forma que um bem de consumo sempre deverá chegar às mãos daquele que mais o valoriza. Assim, a busca pelo lucro individual acaba beneficiando a sociedade como um todo.

não haveria custos de transação cuja consideração fosse necessária como variável; logo, o sistema de preços ofereceria, sempre, o melhor resultado para os players no mercado²¹.

Essa indução faz sentido ao se perceber que a força motriz da economia ortodoxa era a crença no *homo economicus*, ou seja, o *player*, cuja racionalidade é ilimitada e sempre tomará a decisão que irá maximizar seu bem-estar, presumindo-se a ausência de assimetria e a total compreensão das informações necessárias para que o *trade off* sempre fosse realizado em seu ponto ótimo.

Em paralelo, é necessário esclarecer que a palavra firma caracteriza a forma de governança em que o agente econômico internaliza a produção ou a circulação de bens ou serviços, sob a forma de governança vertical, ou subordinação. Resumidamente, a firma surge quando o empresário, ao invés de recorrer ao mercado amplo para buscar um produto ou serviço, resolve produzi-lo internamente.

Neste sentido, Sztajn diz que:

“diferentes técnicas são empregadas pelos agentes econômicos para exercer domínio sobre a informação e o conhecimento disseminados em ambiente social que muda rapidamente”. Isso tudo gera custos e riscos inerentes e, para mitigá-los, os indivíduos “optam por criar uma outra estrutura, [...] que é a empresa, estrutura hierárquica em que se procura harmonizar esses diversos interesses, ao mesmo tempo em que se diminuem custo de transação” (SZTAJN, 2004, p. 72).

Cavalli, por sua vez, ensina que “o principal critério utilizado por Ronald Coase para distinguir, de um lado, mercados, e de outro, empresas, reside no tipo de contrato adotado em um e em outro mecanismo de organização da atividade econômica”. Portanto, nos mercados, a negociação é por intermédio de “contratos de curta duração e com objeto precisamente determinado”, enquanto nas empresas, ocorre por meio de contratos “de longa duração e de objeto pouco determinado” (CAVALLI, 2013, p. 209).

²¹ “Como exemplo deste entendimento, Arthur Salter afirma que ‘O Sistema econômico funciona sozinho. Sua operação não depende de um controle central e não precisa de uma pesquisa. Sobre toda a gama de atividade e necessidade humanas, a oferta é ajustada à demanda e a produção ao consumo, por um processo que é automático, elástico e responsivo’” (Salter apud Coase, 1937, p. 387). Coase respondeu a esta afirmação da seguinte forma: “O sistema econômico ‘funciona sozinho’, o que não quer dizer que não há planejamento pelos indivíduos. Estes exercem previsão e escolhas entre alternativas. Se houver ordem no sistema, esse é um fato necessariamente certo. Esta teoria assume que o direcionamento dos recursos depende diretamente do mecanismo de preços. [...] A descrição dada por Salter, no entanto, oferece uma visão muito incompleta do nosso sistema econômico. Dentro de uma firma, a descrição não se encaixa de maneira alguma. Por exemplo, na teoria econômica, encontramos que a alocação de fatores de produção entre diferentes usos é determinada pelo mecanismo de preços. [...] Ainda, no mundo real, descobrimos que há muitas áreas em que isso não se aplica. Se um trabalhador muda do departamento x para o y, ele não o faz por causa de uma mudança nos preços, mas porque é obrigado” (COASE, 1937, p. 387, tradução nossa).

Outros autores, como Alchian e Demsetz (1972), Jensen e Meckling (2008) e Fama (1980), conforme escreveu Pondé, definiram a “empresa”, “não como uma unidade decisória”, mas como uma “rede de contratos entre os proprietários dos recursos produtivos”, uma vez que “a entidade jurídica correspondente a esta consiste apenas em um artifício criado para centralizar as relações contratuais [...] em vez de organizá-la num agregado de relações bilaterais” (PONDÉ, 2007, p. 22).

Enfim, toda esta discussão demonstra a maior importância do conceito econômico de empresa ou firma em face do conceito jurídico, o que serve para corroborar com Williamson quando afirma que é necessário abordar a firma não como uma função produtiva, mas como uma “estrutura de governança cuja estrutura interna possui efeitos e propósitos econômicos”. O mais importante, portanto, é identificar “os modos alternativos de governança que diferem em sutis formas de estrutura” (WILLIAMSON, 2000, p. 602).

Afinal, cada uma dessas formas de estruturas terá seus custos inerentes. Na hipótese do mercado, os custos de transação, e, na hipótese da firma (hierarquia), os custos de agência.

3.2. O Mercado e os Custos de Transação

Williamson discute três tipos básicos de estruturas de governança: (i) mercados; (ii) hierarquias; e (iii) formas híbridas (PONDÉ, 2007, p. 18).

Os conceitos discutidos demonstram um ponto em comum: a empresa (ou a firma) – bem como a própria evolução do direito que a regula – existe para diminuir e mitigar custos de transação. Williamson, inclusive, disse que “o principal objetivo das instituições econômicas é o de economizar custos de transação.”²² (WILLIAMSON, 1985, p. 17).

Custos de transação, na esteira dos ensinamentos de Coase, podem ser exemplificados pelos três exemplos mais comuns: (i) custos para descoberta dos preços adequados; (ii) custos para negociar com a outra parte contratante, e (iii) custos inerentes às relações de longo prazo (monitoramento).

Em outro viés, para Douglas North, custos de transação são os custos para mensurar os múltiplos atributos e características dos bens, e eles serão levados em consideração “no momento de especificar os termos do contrato e garantir a sua execução” (NORTH, 1992, p. 07). Quando esses custos, no entanto, são “elevados ou incertos, os direitos de propriedade acabam por ser especificados de forma imperfeita ou incompleta” (FIANI, 2003, p. 138).

²² Ressalva-se que não se pode ler “principal objetivo” como “único objetivo”, vez que “instituições complexas podem servir a vários objetivos” (WILLIAMSON, 1985, p. 17)

Os custos de transação, portanto, possuem um impacto importante em uma das principais e estruturais instituições da sociedade capitalista, qual seja, o respeito à propriedade privada.

Conforme Coase, existem custos prévios e posteriores ao se buscar o mercado (custos de transação), motivo pelo qual o *player* pode optar por internalizar a produção dos bens que está buscando, aumentando, assim, a sua eficiência econômica.

É economicamente mais viável, em outras palavras, internalizar a produção de determinado bem ou serviços, do que contratar um terceiro para fazê-lo.

Corroborando, o professor Giovani Alves ensina que na hipótese em que pudessem “ser plenamente validados os pressupostos da Economia Neoclássica, não haveria razão para que uma empresa fosse constituída” (ALVES, 2019, p. 23). Ou seja, se os indivíduos fossem ilimitadamente racionais, não existiriam custos e transação e, portanto, desnecessário o surgimento da firma.

Em paralelo, é imperioso explicar quais são os métodos de organização da produção (aquisição de bens e serviços no mercado ou internalização de produção). Para tanto, Richard Posner nos concede algumas explicações. No primeiro caso – contratos junto ao mercado – “o empresário contrata uma pessoa para fornecer as peças ou matérias primas, outra para montá-las e uma terceira para vender o produto final”. No segundo caso, que denota a Firma, ou seja, a internalização hierárquica, ele “contrata um indivíduo para performar todas essas tarefas como seu empregado” (POSNER, 2014, p. 533). Para o autor:

A essência do primeiro método é que o empresário negocia com cada um dos três sujeitos um acordo especificando o preço, a quantidade, a qualidade, a data de entrega, as condições de crédito e a garantia pela performance do contratado. A essência do segundo método é que o empresário paga ao colaborador um salário – um preço não por uma performance específica, mas pelo direito de direcioná-la. Os empregados supervisores direcionam o trabalho dos subordinados, em vez de adquirir a produção como em um sistema de mercado (POSNER, p. 533 – tradução nossa).

O mesmo ocorre quando o “dono” do negócio busca outrem – o agente – para coordenar as atividades e tomar decisões em seu lugar. Em vez de buscar este indivíduo junto ao mercado, o capitalista prefere pagar o preço pelo “direito de direcioná-lo” e internalizar a atividade.

A lógica dessa estratégia remete, principalmente, ao período posterior à Revolução Industrial, eis que a complexidade do mundo corporativo se tornou grande o suficiente para que fosse interessante a separação entre o controle e a propriedade das companhias.

Nesse sentido, “a separação da propriedade e da gestão é um arranjo institucional que, no mundo moderno, cria imensas oportunidades para o desenvolvimento do patrimônio das

empresas”, uma vez que as qualificações dos indivíduos que dirigem a companhia são “muito maiores do que um único proprietário jamais poderia alcançar” (MARTIN et al., 2004, p. 08).

Dessa forma, a firma é constituída porque é necessária à especialização interna da empresa, e os custos de se buscarem profissionais junto ao mercado são maiores do que internalizá-los, sendo a firma e a relação de agência nada mais do que um ou mais contratos firmados entre representantes e representados, no entanto de longa duração e objeto pouco determinado.

Por outro lado, a firma produz, mediante os custos da agência suas próprias contraprestações por ocasião da limitação da racionalidade individual, que paralelos aos custos de transação. Nessa toada, tem-se que “na Teoria da Firma proposta por Coase, a razão da existência das firmas se embasa nos custos associados a usar o mecanismo de preços que orienta o mercado”, uma vez que acarreta as consequências (custos de transação). Por isso, Coase afirma que “substituindo as negociações no mercado por decisões tomadas pela autoridade interna da estrutura institucional da empresa, estes custos podem ser reduzidos significativamente” (COOLS, 2014, p. 270).

Assim, a forma de governança “mercado” possui custos de transação, e a firma foi desenvolvida para mitigá-los. Por outro lado, a própria firma possui suas consequências econômicas paralelas: os custos de agência.

3.3. A Firma e os Custos de Agência

Observando-se a existência de custos paralelos aos de transação dentro da firma (custos de agência), Cools assevera que esta constatação “demonstra a relevância da teoria de Coase para a distribuição interna dos poderes corporativos” (COOLS, 2014, p. 270).

Os principais custos de agência, segundo Silveira, são: “(i) custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; (ii) gastos de monitoramento das atividades do agente pelo principal; (iii) gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; e (iv) perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por divergências entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam a riqueza do principal” (SILVEIRA, 2010, p. 35).

Os dois métodos de organização possuem, como já dito, custos a eles inerentes: no primeiro, são os custos de transação; no segundo, os custos de agência.

Nessa perspectiva, uma das variáveis dos custos na relação de agência existe a partir do momento em que o empregado, que não é pago diretamente pelo seu desempenho, possui menos

incentivos para minimizar os custos de agência (POSNER, 2014, p. 534), ou, noutras palavras, a forma de remuneração pode gerar conflitos de interesses.

Diante disso, questiona-se: se existe o risco de comportamento oportunista, então, qual o motivo de o capitalista contratar um agente para representá-lo? Os custos de agência compensam os custos de transação? Portanto, o segundo passo é entender o motivo pelo qual se buscam representantes.

Considerando a importância das matérias – custos de transação e de agência –, devemos encontrar uma forma de fazer com que sejam complementares e, assim, facilitar a nossa busca pela resolução do problema e entender como mitigar os conflitos de agência, seja verificando a racionalidade institucional da governança corporativa, seja buscando instrumentos auxiliares para alcançar o melhor resultado possível na questão da confiança.

Destacando o paralelo, “enquanto a teoria da agência estuda os indivíduos e seus incentivos, a teoria dos custos de transação analisa e compara as próprias transações”. Assim, “cada uma das teorias percebe uma natureza de custo que a outra ignora”. Por esse motivo, como defendemos, elas devem ser complementares (COOLS, 2014, p. 271).

No mesmo sentido, Marques, Ogasavara e Turolla mostram que na Teoria da Agência, “a unidade de análise é o contrato entre o principal e o agente”. Na teoria dos custos de transação, por outro lado, a unidade de análise é “a especificidade de ativos”²³.

Apesar de algumas convergências entre os custos paralelos, principalmente “em termos de fontes de atrito de mercado, como assimetria de informação” e idêntica “intenção estratégica (visão do acionista)”, o foco é diferente: “na teoria da agência, é o alinhamento de incentivos *ex ante*, e na teoria dos custos de transação, a escolha dos mecanismos de governança *ex post*.” (MARQUES; OGASAVARA; TUROLLA, 2022, p. 5-6).

A utilização conjunta das teorias, portanto, nos permitirá buscar soluções mais completas para o problema do conflito de interesses e assimetria informacional, vez que a análise será menos reducionista, permitindo-nos enxergar o todo em vez de uma situação isolada.

²³ Segundo o International Accounting Standards Board (IASB), um ativo tem a definição de ser “um recurso controlado pela entidade como resultado de eventos passados e do qual se espera que futuros benefícios econômicos resultem para a entidade.” Em paralelo, os ativos específicos se enquadram na espécie de “reempregabilidade”, ou seja, a possibilidade ou não de “se utilizar um determinado ativo em outra atividade que não a que lhe é específica.” Segundo Pohlmann., ativos específicos são aqueles que “não são reempregáveis a não ser com perda de valor”, e, importante para o nosso estudo, é entender que a especificidade dos ativos “aliada ao pressuposto do oportunismo e à incompletude dos contratos, torna o investimento nesses ativos sujeito a riscos e problemas de adaptação, gerando custos de transação. A especificidade é a característica de um ativo que expressa a magnitude de seu valor e é dependente da continuidade da transação da qual ele é específico. Quanto maior a especificidade, maiores serão os riscos e problemas de adaptação e, portanto, maiores os custos de transação.” (POHLMANN *et al.*, 2004, p.27)

Resumindo o defendido, a evolução das normas que regulam o direito empresarial, bem como o surgimento das firmas, considerando a superação da ideia de mercado eficiente e perfeito, tiveram o escopo de diminuir custos de transação. No entanto, a própria firma, buscando diminuir esses custos, cria objeto análogo, qual seja, o custo de agência.

Assim, para que o mundo corporativo chegue cada vez mais perto da utopia de inexistência de custos paralelos e marginais, devemos entender se, e porque, é, ou não, mais vantajoso arcar com os custos de agência em detrimento dos custos de transação, e como fazer para mitigá-los ao máximo.

A mitigação, aliás, deve estar ancorada na maior certeza possível de que os agentes irão agir de forma a buscar os interesses dos principais em quaisquer hipóteses, abstendo-se de condutas oportunistas.

Antes disso, no entanto, deve-se levantar quais são as relações e problemas de agência e quais suas causas e consequências. A análise da raiz das teorias e dos problemas é facilitadora do seu entendimento amplo que, somente assim, concede-nos a possibilidade de resoluções e constatações de problemas reais.

4 RELAÇÕES, CONFLITOS E CUSTOS DE AGÊNCIA: CONCEITUAÇÃO, POSSÍVEIS CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS

Segundo Jensen e Meckling, uma relação de agência surge quando há “um contrato sobre o qual uma ou mais pessoas empregam uma outra pessoa para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente” (JENSEN, MECKLING, 1976, p. 89).

Fama, por sua vez, entende que o produto deste tipo de organização econômica é “a separação entre duas funções econômicas”, quais sejam, “a função de incorrer em riscos a partir de riqueza de um determinado negócio” e “a função de gerenciar o dito negócio” (PONDÉ, 2007, p. 22). Assim, o principal toma o risco do negócio, podendo obter lucros ou perdas, enquanto o agente faz a gestão e toma decisões em nome da companhia.

Paralelamente, Kraakman et al. afirmam, comparando sociedades comuns às companhias grandes e abertas, que “as normas dispositivas aplicáveis aos principais tipos de sociedades de pessoas costumam conferir poder à maioria dos sócios para administrar a sociedade na condução ordinária dos negócios, enquanto decisões mais fundamentais exigem unanimidade”.

No entanto, como estamos discutindo, aqui, principalmente, sociedades com participação mais pulverizada entre os acionistas, existe a ressalva de que “ambos os aspectos” – condução ordinária pelos administradores e decisões com unanimidade, no caso – “são impraticáveis para sociedades anônimas com acionistas numerosos e em constante mutação, em razão dos custos de informação e coordenação” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 50).

Em um passado relativamente recente, a propriedade e o controle das empresas eram atribuídos, em regra, a uma pessoa: o proprietário. O principal e o agente eram a mesma pessoa. Essa prática, todavia, alterou-se ao longo dos anos: seja pela necessidade de profissionalização da gestão; seja pela necessidade de integrar certas atividades na cadeia de produção, visando diminuir custos de transação; seja, ainda, pela necessidade de a companhia buscar capital de investidores externos.

O Termo “*agency problem*”, ou conflito de agência, em tradução livre, foi cunhado por Berle e Means em seu livro *The Modern Corporation and Private Property* (1933).

Segundo Eckestein e Parchomovsky, este conceito proferiu um imediato impacto de efeitos a longo prazo no Direito Societário. Os autores aduziram, aliás, que “a ideia de que os diretores e gerentes estão dispostos a sacrificar os interesses da companhia para promover seu próprio lucro é intuitiva e correta.” (ECKESTEIN; PARCHOMOVSKY, 2021, p. 1511, tradução nossa).

Corroborando esse entendimento, Pondé afirma que:

Se os acionistas não possuem as informações e/ou a capacidade para avaliar diretamente as decisões tomadas pelos executivos contratados, é possível que a gestão da empresa deixe de ser orientada unicamente pela maximização do seu valor presente, passando a ser influenciada pela função objetivo e pelas preferências dos seus gestores. O resultado seria uma tendência a que as empresas de capital aberto apresentem, *ceteris paribus*, uma gestão relativamente menos eficiente, em comparação às empresas em que a propriedade e o controle são unificados (PONDÉ, 2007, p. 23).

Por conseguinte, conforme Saito e Oliveira, os autores Berle e Means “foram os primeiros a discutir os benefícios e custos potenciais entre propriedade e controle já vigentes em algumas corporações”. Segundo eles, “a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, aumentando a chance de agirem em seu próprio interesse, e não no interesse dos acionistas” (SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 79).

Por outro lado, por respeito à dialética, “existem bons argumentos para supor que as empresas de capital aberto também oferecem ganhos potenciais de eficiência”, uma vez que (i) a separação do capital e do controle permite aos indivíduos a liberalidade de alocar “sua riqueza mais eficientemente através da diversificação de seu portfólio de ativos”, o que leva a empresas que adotam a estrutura “vantagens em termos do custo de obtenção de capital”; e (ii) “a contratação de executivos profissionais permite que a empresa aumente o estoque de capacitações gerenciais que suportam a tomada de decisões”, e, em contrapartida “empresas que são gerenciadas por seus proprietários tendem a ter um acesso mais limitado a estas capacitações”, pois “os indivíduos que possuem riqueza não são necessariamente os mais aptos a executarem as atividades de tomada de decisão em uma organização completa” (PONDÉ, 2007, p. 23).

Considerando os bons argumentos para supor o ganho de eficiência da contratação de um agente, o proprietário, a princípio, possui incentivo para pagar um gestor que tomará as decisões que, teoricamente, mais o beneficiarão. Assim, o foco principal da teoria da agência, segundo Amaral, “está no relacionamento entre o agente e o principal, no qual o agente dispõe de informações privilegiadas e suas ações afetam o bem-estar entre as partes, sendo dificilmente observáveis pelo principal” (AMARAL, LIMA e ARAÚJO, 2008, p. 149).

A teoria da agência busca analisar o contrato entre o agente e o principal, assumindo as premissas da economia, da assimetria de informações e da alocação de riscos, como forma de se trazer eficiência à relação.

Admitindo que os indivíduos integrantes da relação e dos nexos contratuais que fundam a agência e a firma são limitadamente racionais, aversos ao risco e preferem um benefício hoje

ao mesmo benefício amanhã, devemos pensar em formas de incentivos para buscar comportamentos alinhados aos melhores interesses dos principais e da companhia.

Nesse sentido, assumindo que a Teoria da Agência é uma vertente da teoria dos contratos, Pinto Jr e Pires afirmam que ela “se interessa pelo relacionamento entre dois atores econômicos [principal e agente], no qual o agente dispõe de um conjunto de possíveis comportamentos a adotar”. Além disso, as suas ações [dos agentes] “afetam o bem-estar entre as partes e dificilmente são observáveis pelo principal. Este tipo de relação coloca em tela o problema de assimetria de informações” (PINTO JR.; PIRES, 2000, p. 06).

A título elucidativo, são diversas as relações de agência em torno da companhia. Os problemas não existem somente na relação acionista/diretor, mas podem ser observados nas relações entre todos os *stakeholders*. Martinez (1998) confecciona um quadro sintético demonstrando algumas relações de agência e qual o comportamento esperado:

QUADRO 1 – Relações de Agência e Comportamentos Esperados

Relações Principal-Agente	O que o Principal espera do Agente?
Acionistas-Gerentes	Gerentes maximizem a riqueza do Acionista (ou o valor das ações)
Debenturistas-Gerentes	Gerentes maximizem o retorno do Debenturista
Credores-Gerentes	Gerentes assegurem o cumprimento dos contratos de financiamento
Clientes-Gerentes	Gerentes assegurem a entrega de produtos de valor para o Cliente. Qualidade (maior), Tempo (menor), Serviço(maior) e Custo (menor)
Governo-Gerentes	Gerentes assegurem o cumprimento das obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias da Empresa
Comunidade-Gerentes	Gerentes assegurem a preservação dos interesses comunitários, cultura, valores, meio ambiente etc.
Acionistas-Audidores Externos	Audidores Externos atestem a validade das demonstrações financeiras (foco na rentabilidade e na eficiência)
Credores-Audidores Externos	Audidores Externos atestem a validade das demonstrações financeiras (foco na liquidez e no endividamento)
Gerentes-Audidores Internos	Audidores Internos avaliem as operações na ótica de sua eficiência e eficácia, gerando recomendações que agreguem valor.
Gerentes-Empregados	Empregados trabalhem para os gerentes com o melhor de seus esforços, atendendo as expectativas.

Gerentes-Fornecedores	Fornecedores supram as necessidades de materiais dos Gerentes no momento necessário, nas quantidades requisitadas.
-----------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Fonte: Martinez, 1998, p. 02.

Apesar de o nosso foco ser a relação entre Acionista e Diretor (ou gerente, no quadro acima), serão necessárias breves passagens sobre outros tipos de relação, para melhor observarmos as falhas que se pretende resolver. Por exemplo, os auditores externos representam um mecanismo de fiscalização dos diretores, o qual tem como foco impedi-los de agir de forma oportunista e incentivá-los a demonstrar, aos acionistas, o real valor da empresa. Esses auditores, no entanto, também são seres racionais e reagem a incentivos, estando sujeitos a ação oportunista em detrimento do acionista, ratificando potenciais fraudes em ações do diretor, como se honestas fossem²⁴.

Por fim, em síntese, a Teoria da Agência²⁵, “identifica situações nas quais os principais e os agentes possuem potenciais conflitos de interesses, e descreve os mecanismos de governança que limitam o comportamento oportunista” (Eisenhardt, 1989, p. 59).

Por esse viés, concluímos que a grande problemática da teoria de agência é quando o agente e o principal possuem metas e incentivos diferentes e há a assimetria informacional. O produto destes pontos é o conflito de agência.

4.1. Conflitos de Agência: Assimetria de Informações e Consequências

Conforme afirmam Kraakman et. al, as relações estão sempre sujeitas a um conflito de agência, visto que é inegável o fato de que o agente possui mais informações relevantes sobre fatos importantes e, por isso, o principal não pode garantir que o desempenho daquele seja o prometido. Nesta interim, o agente possuirá 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” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 79-80).

²⁴ John Coffee diz, em seu artigo *What Caused Enron*, que, dentro das próprias firmas de auditoria, o monitoramento interno não é muito dominante, uma vez que não é, apesar de tudo, “considerado um bom centro de lucros. Com a junção dos serviços de consultoria como o maior centro de lucros, surgiu uma coalização natural entre as divisões de auditoria e as divisões de consultoria, na qual ambas possuíam o interesse em comum em verificar e afastar as pontuações da auditoria interna das companhias, quando estas fossem onerosas contra si” (COFFEE, 2003, p. 40).

²⁵ Eisenhardt, neste mesmo artigo, diferencia duas vertentes da Teoria da Agência: a teoria positivista e a teoria principal/agente. A definição dada no corpo do texto se trata da teoria positivista. A segunda possui, segundo a autora, um viés de dedução lógica e matemática. Apesar da importância das duas vertentes, este trabalho levará em consideração apenas a teoria positivista, considerando as margens de pesquisa a que se propõe.

Uma interpretação sistemática das teorias que trouxemos até agora nos permite apreender que, se tanto o agente quanto o principal buscam maximizar seu próprio bem-estar, é uma dedução lógica afirmar que, ao menos teoricamente, o representante não adotará, sempre, a melhor decisão de impactos positivos ao representado. Então, quando o agente deve optar entre duas decisões e, se a decisão tomada for a melhor para si e pior para o principal, os interesses estarão desalinhados e surgirá o conflito.

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, p. 97).

Nosso desafio é, portanto, buscar formas de estabelecer instituições que auxiliem os mecanismos de controle na governança corporativa (conselho fiscal, auditoria etc.) a incentivarem o agente a atuar pelos interesses do principal, tornando ótima a alocação de riscos e alinhamento de interesses.

De mais a mais, em regra, o agente terá acesso a informações relevantes de forma mais fácil e barata do que os principais – que o contrataram justamente para isso – donde se introduz o conceito de Assimetria Informacional.

Por um lado, a assimetria de informações pode ser um objeto facilitador de condutas desonestas. Por outro, às vezes, a contratação ocorre justamente pela assimetria informacional.

Segundo Mackaay e Rousseau, ela não é, por si só, um fato preocupante, visto que, em alguns casos, esta assimetria é “a razão de ser do contrato”²⁶ – ela se torna problemática a partir do momento em que uma das partes a utiliza para agir desonestamente.

Essa é uma das justificativas para pressupor que a teoria dos custos de transação não é, sozinha, um instrumento suficiente para analisar a existência das firmas como forma de anular os custos paralelos, pois ela “assume que os gerentes buscam exclusivamente os interesses da corporação”. A teoria da agência, se utilizada em conjunto, preenche esta lacuna justamente demonstrando que os “gerentes (e diretores) buscam maximizar a sua própria utilidade” (COOLS, 2014, p. 271).

Os custos de agência, por sua vez, surgem como forma de estancar, prevenir e constatar riscos de comportamentos oportunistas, eis que, como afirmaram Jensen e Meckling (1976), é

²⁶ Segundo Mackaay e Rousseau, “frequentemente a troca contratual será a busca por um dos contratantes em função das diferenças de conhecimento, de talento ou de valorização. Na vida, buscam-se especialistas devido a seu maior domínio sobre um aspecto ou uma dada área. A assimetria é, então, a razão de ser do contrato” (2015, p. 411).

“geralmente impossível ao principal, a custo zero, assegurar que o agente irá realizar decisões ótimas sob o ponto de vista do principal” e que “na maior parte das relações de agência as partes irão incorrer em custos de monitoramento e *bonding costs* positivos (não pecuniário e pecuniário)” (p. 308).

Mesmo assim, “haverá divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam o bem-estar dos principais” (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308). Outro exemplo de custo de agência é a denominada “perda residual”, que pode ser observado monetarizando o valor “equivalente à redução de bem-estar assumida pelo principal, devido à decisão do agente” (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308).

Em resumo, para Jensen e Meckling, os custos de agência podem ser: (i) custos de monitoramento²⁷; (ii) custos de confecção dos instrumentos contratuais e seu *enforcement*; e (iii) perdas residuais. No entanto, tais custos são concebidos por diferentes fatores que circundam a relação de agência.

Marques Ogasavara e Turolla afirmam que os custos de agência surgem por conta dos fatores: “(a) separação entre propriedade e controle; (b) diferentes preferências de risco; (c) assimetria de informação; e (d) riscos morais” (2022, p. 05).

Destrinchando os pontos acima, temos que a separação entre propriedade e controle é a razão de ser da relação e dos conflitos de agência.

A assimetria das informações, por outro lado, tanto pode ser a razão de existir de um contrato, quanto o “núcleo da dificuldade”, visto que “o agente costuma ter mais informação do que o representado acerca de fatos relevantes”, o que impossibilita ao principal a ação de “garantir facilmente que o desempenho do agente seja precisamente o que foi prometido” (KRAAKMAN et al, 2018, p. 79).

Tal problema torna-se ainda mais complicado quando analisado sob a ótica de uma companhia de participação pulverizada entre os acionistas. Nesse caso, além do custo de monitoramento e de informação, os representados incorrem em custos de coordenação, os quais, por sua vez, os levarão a “delegar mais poder de decisão aos agentes” (KRAAKMAN et al, 2018, p. 80), dificultando ainda mais seu acesso às informações e aumentando os custos de coordenação – um clássico problema “bola de neve”.

²⁷ Importante pontuar que os autores, em nota de rodapé, afirmam que “o termo ‘monitoramento’ inclui mais do que somente mensurar ou observar o comportamento do agente. Inclui, também, esforços por parte do principal para ‘controlar’ o comportamento do agente por intermédio de restrição orçamentária, políticas de compensação, regras operacionais etc.” (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308 – rodapé).

Cools exemplifica este problema ao demonstrar as grandes vantagens informacionais e operacionais dos diretores em face dos acionistas: (i) é mais fácil convocar uma reunião da diretoria, ou do conselho, do que uma Assembleia Geral de Acionistas; (ii) seus membros (da diretoria) “são mais especializados e têm melhor acesso à informação, menos deles precisa processar e criticar informações, e estas informações podem ser mantidas em sigilo”; (iii) “os acionistas (geralmente) não são tão especializados e conhecedores da situação da empresa” e muitas vezes “não se incomodam em analisar criticamente todas as informações disponíveis”. A autora conclui, a partir disso, que “os custos de uma boa tomada de decisão pelos próprios acionistas permanecerão proibitivamente altos em uma empresa de capital aberto” (COOLS, 2014, p. 272).

Além disso, a assimetria de informações, no vértice do problema, causa outras consequências econômicas: a seleção adversa e o risco moral. Sobre a primeira, por exemplo, se os acionistas não possuem capacidade de analisar ou obter todas as informações, eles podem ter uma percepção incorreta sobre a companhia e escolher o pior dentre dois ativos, fato chamado de seleção adversa. Exemplificando a questão, sob a ótica da tomada de decisões no mercado de capitais, Lima et al. observam que a seleção adversa leva o investidor a adquirir ações da companhia A (pior) em vez da companhia B (melhor), devido à dificuldade de acesso às informações essenciais do negócio:

Se os investidores são incapazes de identificar de forma precisa o desempenho futuro das empresas, eles tendem a utilizar um preço médio para todas as entidades. Assim, empresas com perspectivas futuras (maior valor) serão subavaliadas, ao passo que entidades com perspectivas ruins (menor valor) serão superavaliadas, levando os investidores a uma possível seleção adversa (LIMA et al., 2012, p. 160).

Se tanto o agente como o principal são indivíduos limitadamente racionais, é possível deduzir que aquele também não possui todas as informações possíveis sobre tudo. Isso quer dizer que o agente também está sujeito ao risco da seleção adversa.

Conforme demonstraremos, Axelrod diz que “o agente prefere receber um benefício hoje ao mesmo benefício amanhã” (AXELROD, 1984, p. 126-127). Essa premissa nos concede um bom exemplo de como o próprio agente também está sujeito às falhas mercadológicas e intuitivas. Assim, suponhamos que um indivíduo tenha sido eleito para ser diretor presidente de uma companhia pelo prazo legal de 3 (três) anos, com as seguintes premissas:

- a. Sua remuneração mensal é de R\$ 100.000,00;

- b. Os acionistas estão dispostos a pagar 50% a mais, por mês, caso passem a entender que o diretor é completamente honesto e exerce um ótimo trabalho (mas o diretor não sabe disso).

Em uma situação específica, o referido diretor percebe que pode lucrar, às custas dos acionistas, R\$ 1.000.000,00 à vista. Agindo racionalmente, ele percebe que a chance de a fraude ser descoberta é muito baixa, visto que ele poderá facilmente maquiagem as demonstrações financeiras e que ninguém saberia da existência deste dinheiro em caixa. Portanto, seu pensamento “racional” vai no sentido de que o lucro supera o risco de ser pego, e resolve praticar a fraude. Assim, ao final dos três anos de mandato, ele auferiu uma monta de R\$ 3.600.000,00 a título de remuneração e R\$ 1.000.000,00 à título de fraude, o que soma R\$ 4.600.000,00

No entanto, se ele avisasse aos acionistas que havia um erro nas demonstrações financeiras, e optasse por contar a eles, em vez de embolsar ilicitamente os valores, estes representados teriam certeza de sua honestidade, e aumentariam a sua remuneração para R\$ 150.000,00 ao mês. Neste caso, ao final dos três anos de mandato, ele teria auferido uma monta de aproximadamente R\$ 5.400.000,00 (a título exemplificativo, desconsideremos a hipótese de que a remuneração foi de R\$ 100.000,00 por alguns meses anteriores à atitude honesta), ou seja, uma monta muito maior do que conseguiu praticando fraude.

Esse exemplo serve para demonstrar que a assimetria de informações (desconhecimento de que os acionistas aumentariam sua remuneração caso confiassem em seu trabalho) causou uma seleção adversa ao diretor, que escolheu o pior cenário, agindo racionalmente, mas ignorando não ter todas as informações possíveis.

Por fim, pontuando a questão do Risco Moral, ocasionado pela assimetria de informações, o Agente, sabendo da dificuldade de monitoramento dos principais, possui incentivos para não oferecer seus melhores esforços nas atividades laborais. Exemplificando o instituto nas palavras de Pindyck e Rubinfeld:

Quando uma pessoa ou empresa encontra-se plenamente segurada e não pode ser meticulosamente monitorada por uma companhia de seguros, já que esta só dispõe de informações limitadas, a parte segurada pode agir de um modo que aumente a probabilidade de um acidente ou dano ocorrer. Por exemplo, se minha casa está segurada contra furto, posso me descuidar de trancar as portas ao sair; posso, também, optar por não instalar um sistema de alarme. A possibilidade de que o comportamento individual possa ser alterado após a contratação do seguro é um exemplo de um problema conhecido como risco moral (2013, p. 636).

Somam-se, portanto, na relação de agência, diversos fatores complexos, tais como a separação entre controle e propriedade, a assimetria de informações, a racionalidade limitada dos agentes e o oportunismo

Assim, boa parte dos conflitos gerados nas relações de agência são provenientes de conceitos (micro)econômicos, e não meramente dogmáticos. Este fato justifica a abordagem econômica e neoinstitucional do trabalho. Se o problema é constatado pela economia, a resolução ou mitigação deve, também, transitar por esta área.

4.2. Mitigando os Conflitos de Agência

Diante do exposto, constatamos que uma relação de agência possui ambiente propício para o comportamento oportunista. E, como são muitas disciplinas entrelaçadas nesse tipo de negócio (principalmente direito e economia, mas também ciências contábeis, administração, antropologia etc.), a análise jurídica pura da relação não é, nos parece, uma abordagem suficiente para resolver seus problemas.

Como, então, resolver tais questões? Para Pindyck e Rubinfeld a resposta é simples: “precisamos encontrar mecanismos que alinhem melhor os interesses dos administradores e acionistas” (2013, p. 639).

Para alinhar e regular estes interesses, surgem as normas reguladoras, autorreguladoras e contratuais, por intermédio do Direito Societário, da Governança Corporativa e dos contratos. Afinal, uma das funções gerais do Direito Societário é “tentar controlar os conflitos de interesses entre as partes interessadas na companhia.” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 79). Dessa forma, tanto as normas como os contratos têm o objetivo de corrigir falhas e assimetrias informacionais.

Dito isto, nos próximos capítulos explanaremos as características fundamentais de cada uma das instituições acima citadas – Direito Societário, governança corporativa e contratos - e buscaremos entender como elas agem para mitigar os conflitos e os gatilhos de comportamento oportunista, deduzindo como se pode fazer para alcançar, dentro da relação, eficiência efetiva para obter, na prática, a simples resposta de Pindyck e Rubinfeld: alinhar melhor os interesses dos administradores e dos acionistas.

Por conseguinte, faz-se necessário abordar as premissas e fundamentos do Direito Societário e, após, da Governança Corporativa, visando um embasamento suficientemente forte para sustentar a pesquisa teórica e posteriores conclusões.

5 DIREITO SOCIETÁRIO E DEVERES FIDUCIÁRIOS DOS ADMINISTRADORES

Após introduzir os conceitos e a importância da Análise Econômica e do Neoinstitucionalismo, explicar sobre os conceitos jurídicos e econômicos da empresa e sua evolução, e convergir todos esses conceitos para explicar relações, conflitos e custos de agência, é necessário abrir parênteses, para uma matéria de Direito empresarial aplicado fundamental para este estudo: o Direito Societário - área que se propõe, grosso modo, a regular as relações das empresas, sócios, acionistas, diretores e terceiros.

Nesse viés, parte-se de uma premissa antropológica, neste capítulo, que auxiliará o entendimento sobre o que é e qual a importância do Direito Societário na evolução da própria humanidade.

Existem teorias sobre a evolução da sociedade humana que dizem que a capacidade de se regular a cooperação entre uma gama muito ampla de indivíduos – bilhões de pessoas cooperando entre si, mesmo sendo desconhecidas ou tendo culturas e convicções diferentes, como é hoje na sociedade capitalista moderna – surgiu da capacidade do ser humano de criar ficções²⁸. A existência das companhias e empresas de sociedade limitada são, apesar da controvérsia doutrinária do conceito, uma “ficção jurídica”, pois permite que as pessoas acreditem em sua existência e respeitem a personalidade jurídica dessas pessoas jurídicas como se fossem naturais²⁹.

Enfim, tal como o Direito Empresarial, o Direito Societário surgiu da necessidade de regular comportamentos e instigar a cooperação entre diferentes indivíduos. Essa matéria, portanto, ao impor uma regularidade de comportamentos e normas dentro da ficção jurídica da empresa, “permite que os atores empresariais negociem facilmente por meio da sociedade como pessoa jurídica, reduzindo assim os custos associados à condução de seus negócios” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 32).

A importância deste ramo do Direito para a evolução econômica da humanidade é tamanha que, mesmo em países de diferentes culturas e apesar de algumas diferenças estruturais, o Direito Societário possui, principalmente em empresas constituídas sob a forma de Sociedade Anônima, uma “uniformidade subjacente” muito “impressionante”. Ou seja, elas “possuem um conjunto fundamentalmente semelhante de atributos jurídicos – e enfrentam um conjunto

²⁸ Harari, professor da Universidade Hebraica de Jerusalém e Doutor em História pela Universidade de Oxford, diz, em seu conhecido livro, que “a ficção nos permitiu não só imaginar coisas, mas também fazer isso coletivamente. Podemos tecer mitos partilhados, tais como a história bíblica da criação, os mitos do Tempo dos Sonhos dos aborígenes australianos e os mitos nacionalistas dos Estados modernos. Tais mitos dão aos sapiens a capacidade sem precedentes de cooperar de modo versátil e em grande número” (HARARI, 2018, p. 32).

²⁹ Para aprofundar esta discussão, ver Harari (2018), capítulo 2, páginas 33-41.

fundamentalmente semelhante de problemas jurídicos – em todos os países”. (KRAAKMAN et al., 2018, p. 31-32).

Notadamente, para que a sociedade possa exercer as ações da vida civil, tais como firmar contratos, ter patrimônio próprio, ajuizar processos etc., é necessário que se atribua a ela uma personalidade jurídica.

Neste sentido, para sociedades, segundo Kraakman, a personalidade jurídica se resume à capacidade de “celebrar contratos e ser titular de direitos de propriedade”, de “instituir representantes”, e de “processar e ser processada em nome próprio.” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 43)

A existência desta personalidade jurídica depende de alguns requisitos legais básicos, tanto permissivos como impositivos. Caso contrário, a sociedade não teria razão de existir e nem teria a importância central que tem hoje no ordenamento econômico mundial.

5.1. Personalidade Jurídica e Características Básicas das Sociedades

As características básicas das Sociedades Anônimas nos países, em geral, convergem em cinco principais pontos: “a personalidade jurídica, a responsabilidade limitada, as ações transferíveis, a administração delegada [...] e a propriedade de investidores” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 31-32).

Especificamente no Direito Brasileiro, a Lei n. 6.404/1976 (LSA) define uma das mais importantes destas premissas já em seu artigo 1º:

Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas (BRASIL, 1976).

Podemos observar, no entanto, a existência teórica³⁰ de todos os requisitos essenciais das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro, uma vez que, como bem disse Nascimento, a companhia é “o modelo jurídico mais sofisticado e completo, no Direito Brasileiro, para união de capital proveniente de indivíduos desconhecidos, os quais, no entanto, desejam a concretização de um fim comum” (NASCIMENTO, 2020, p. 29). Outrossim, “o sistema

³⁰ O requisito da Limitação de Responsabilidade, no entanto, é mais sensível neste ponto. No Brasil, diz-se que o instituto da Desconsideração da Personalidade Jurídica é utilizado de forma pródiga, rompendo não apenas com os pressupostos de segurança e calculabilidade do risco, como até mesmo com os pressupostos de justiça que, na verdade, são aqueles que mais justificam a sua utilização”. (FRAZÃO, 2017). Não pretendemos, neste trabalho, discutir esta questão sensível, então, tomamos como premissa, ser regra a limitação de responsabilidade, nos moldes do artigo 50 do Código Civil brasileiro.

jurídico aplicável às companhias engloba todas as normas previstas em: (i) seu estatuto social; (ii) Na LSA; (iii) Outras leis societárias; e (iv) Contratos Parassociais ou Preliminares” (NASCIMENTO, 2020, p. 34).

Para Cateb e Neto, “a lei brasileira [...] concebe a sociedade anônima dentro de um arcabouço legal com algumas premissas básicas”, como:

a) Regular pormenorizadamente aspectos fundamentais da empresa, dos controladores, administradores, acionistas etc., concebendo assim uma previsibilidade para os investidores, a empresa e terceiros; b) diminuir custos de transação com eventuais alterações estruturais, criando uma lei única para companhias abertas e fechadas; c) tornar obrigatória a divulgação de resultados, mecanismo hábil a reduzir a assimetria informacional entre potenciais e atuais investidores; d) concebe mecanismos para promover a fiscalização pública das S.A.’s, o que significa permitir e incentivar o desenvolvimento das instituições relacionadas ao mercado de ações, onde as companhias buscarão obter financiamento a baixo custo para suas atividades; e) torna obrigatória a distribuição do lucro e cria um mecanismo chamado tag along para preservar o valor da ação do acionista minoritário, como mecanismos de incentivo para o investidor e para atrair capital (CATEB; NETO, 2015, p. 339-340).

Assumindo tais premissas e convergindo-as com a definição de Kraakman de que a companhia “serve como um ‘nexo para contratos””, o Direito Societário permite que “como outras formas de direito organizacional” a companhia desempenhe o papel de “coordenação, operando como parte contratante única, distinta dos diversos indivíduos que titularizam ou administram a empresa” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 39). Além disso, a função principal do Direito Societário é, inclusive, “maximizar o valor da empresa ao proteger os interesses de grupos que com ela têm relações contratuais” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 71).

No mesmo sentido Cateb e Gomes dizem que “o pressuposto das sociedades empresárias é o de aproximar investidor, de um lado, e produção, de outro, preferencialmente com limitação do risco e da responsabilidade”. A Lei que regula as sociedades “facilita a aplicação de recursos na atividade econômica, confere ao investidor proteção e segurança e, por fim, incentiva a aplicação de recursos disponíveis na produção” (CATEB; GOMES, 2018, p. 42)

Dentre as premissas da personalidade jurídica das sociedades, o que importa para o estudo da relação e conflitos de agência é a administração delegada, ou a separação entre a propriedade e o controle.

As normas que regem essa relação se desdobram em diversos deveres e direitos atribuídos aos administradores e acionistas, cujos impactos são importantes para o tema estudado e serão melhor analisados a seguir.

5.2. Deveres Fiduciários e *Business Judgment Rule*

Conforme dito, o que tem maior importância neste momento do estudo, nos parece, é a questão da “administração delegada”, ou seja, a relação de agência nos moldes já expostos nos capítulos anteriores, que é regulada, principalmente, pelos contratos entre principal e agente, pelo capítulo XII da Lei n. 6.404/1976 e demais normas legais dispersas, bem como pelas normas reguladoras e autorreguladoras, tais como códigos e políticas publicadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Anbima³¹, B3, IBGC³² etc.

Nessa baila, temos que, em resumo, “os direitos do principal correspondem aos deveres do agente, e os direitos do agente correspondem aos deveres do principal³³” (HUBER, 2020, p. 31). Em outras palavras, voltando ao Direito Societário em si (que serve como instituição base para a confecção de contratos entre principais e agentes), ele busca mitigar conflitos de agência – diretores e acionistas, controladores e minoritários, companhia e credores etc. –, a fim de incentivar investimentos e distribuição e criação de riquezas, para estímulo ao ambiente de negócios.

Isso posto, a principal razão do direito societário se trata de uma “reação às três principais fontes de oportunismo endêmicas à forma de S.A.”, que são os “conflitos entre administradores e acionistas”, entre acionistas controladores e não controladores e entre a companhia e terceiros, tais como credores e funcionários (KRAAKMAN et al., 2018, p. 33).

O Direito, então, considerando a evolução da forma de atuação das grandes empresas (principalmente considerando o fato de que o principal delega funções decisórias), cria normas para proteger a relação de transparência e confiança dos *players* junto ao mercado, determinando condutas leais, diligentes, informativas e fiduciárias aos principais.

Por isso, para mitigar conflitos de agência/interesses, a própria legislação federal brasileira publica normas impositivas e dispositivas relativas aos deveres de lealdade, diligência e informação.

Os artigos 153, 155, 156 e 157 da Lei das Sociedades Anônimas dizem o seguinte:

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.
[...]

³¹ Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro de Capitais.

³² Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

³³ No acordo de acionistas, o direito de um dos signatários corresponde a sua obrigação com o outro, sucessivamente.

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios[...]

Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia [...] (BRASIL, 1976).

Apesar de podermos considerar que os Deveres Fiduciários, em uma estreita e breve definição, são a soma dos deveres impostos pelos artigos legais acima, um dos problemas sobre a obrigatoriedade do respeito a estes deveres esbarra em sua própria dicção.

Não obstante os deveres fiduciários serem o aspecto mais importante de regulação societária, a própria definição do termo “deveres fiduciários” é matéria controversa e nebulosa³⁴.

Visando esclarecer o tema, considere-se que, simplesmente, o sujeito obrigado a observar as imposições obtidas pelos deveres fiduciários é aquele cujas decisões impactam diretamente no patrimônio ou bem-estar de outrem.³⁵, seja por força de cláusulas contratuais, seja por imposição legal.

Outra definição do termo, análoga à citada acima, segundo Shepherd, versa no seguinte sentido:

Uma relação fiduciária existe sempre que uma pessoa (o agente) adquire poderes sobre qualquer título, com a condição de que estes poderes sejam recebidos com um dever de utilizá-los aos melhores interesses do outro (o principal). (SHEPHERD, 1981 p. 365).

Na prática, em sede de análise de cortes para julgamentos que versam sobre o assunto, destaca-se um “teste” conferido pela Suprema Corte Australiana, cuja análise permite verificar se existe, ou não, uma relação fiduciária no caso concreto³⁶.

A corte afirmou que “se uma pessoa empreende uma ação em relação a uma matéria particular em interesse de outrem” e se houve expressão de confiança por este “com poder ou discricção para afetar” os seus interesses “de forma legal ou prática, então o outrem está em posição de vulnerabilidade”, neste caso os deveres fiduciários existem (GAUTREAU, 1989, p. 04).

³⁴ Conforme HUBER (2020, p. 31), o termo jamais foi definido ou analisado com sucesso pela doutrina.

³⁵ Em outras palavras, citando HUBER (2020, p. 31), “um fiduciário é aquele sujeito que atua nos interesses de outro, e é irrelevante se o faz sob um contrato ou sob a força da Lei”

³⁶ Segundo o autor, o entendimento judicial foi proferido no caso *Hospital Products Limited v. United States Surgical Corp.* (1984). Recomendou também a leitura da análise do Professor R. P. Austin, no artigo *The Corporate Fiduciary: Standard Investmtes Ltda. v. Canadian Imperail Bank of Commerce* (1986-87).

Assim sendo, consideramos truísimo afirmar que os agentes possuem deveres fiduciários em relação à companhia e seus acionistas³⁷.

No Brasil, as normas legais que dispõem sobre os deveres fiduciários, principalmente as que estão dispostas na LSA e no Livro II da Lei n. 10.406/2002, são, em regra, *standards* e normas *back-end costs*, ou seja, disposições cujos custos de atribuição e verificação são incorridos ao final do contrato. São aquelas que, em uma eventual disputa judicial ou arbitral, o julgador – terceiro à relação – decidirá se a conduta adotada pelo agente foi, ou não, “leal” ou “honestas” – por esse motivo se consideram *back-end costs*, os custos incorridos pelo principal o serão na fase de julgamento, gastos para comprovar a inidoneidade da conduta.

Eis, portanto, o motivo da importância da aplicação da Análise Econômica do Direito na hermenêutica jurídica das normas societárias:

Enquanto se limita o estudo do Direito Comercial às tradicionais escolas jurídicas, o aprendiz do direito não compreende a motivação do legislador para determinar este ou aquele comportamento dos agentes, ou ainda a criação de determinada regra legal. Fatos econômicos não são satisfatoriamente observados se não houve um estímulo nesse sentido para fazer com que se compreenda a legislação com um viés econômico (CATEB; NETO, 2015, p. 337).

Ora, sendo a companhia um instrumento jurídico criado pela economia, e meramente ratificado pelo legislador, a interpretação de normas abertas deve ter um viés econômico, por intermédio da AED e do Neoinstitucionalismo. Caso contrário, eventuais ativismos judiciais ou entendimentos políticos dos julgadores podem impactar sobremaneira o alcance e intuito da norma.

Seguindo em frente, sob a ótica da lei e doutrina pátrias, é importante categorizar, primordialmente, que os administradores possuem dois tipos de deveres distintos: (i) os deveres especiais, caracterizados por normas (representados por sanções específicas por condutas culposas, pela Lei ou pelo Estatuto Social); e (ii) os deveres gerais (caracterizados por serem normas abertas (*standards*) (MACHADO; SILVA, 2020, p. 82).

³⁷ Diversas doutrinas dizem, ainda, que os administradores e controladores possuem poderes fiduciários não somente em relação à companhia, mas também com terceiros denominados *stakeholders*. Inclusive, este fato é positivado na LSA, em seus artigos 116, Parágrafo Único e 154, que dizem, em síntese, que as atribuições conferidas pela Lei e pelo Estatuto da Companhia devem ser utilizadas, também, para satisfazer o bem público e a “função social da empresa”. Não pretendemos, no entanto, discutir estes deveres e nem o conceito extremamente aberto de “função social”. Para aprofundar este assunto, recomenda-se a leitura do artigo de Leonardo Corrêa, *ESG e Deveres Fiduciários dos Administradores*. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-da-abde/esg-e-deveres-fiduciarios-dos-administradores-07102021>>. Acessado em 19 jan. 2021.

Leães (2018, p. 641) utiliza a expressão “deveres sintéticos” para descrever aqueles em que “o legislador se limita a fazer referências genéricas à obrigação assumida pelos gestores e deveres analíticos” para caracterizar os deveres enumerados em lei de maneira exemplificativa.

Tomemos como exemplo de *dever sintético* o disposto pelo artigo 153 da LSA, acima citado. Ele infere como exemplo de comportamento o cuidado e a diligência empregados pelo homem ativo e probo na condução de seus próprios negócios. Trata-se de um *standard* passível de inúmeras interpretações, a depender do caso e julgador.

Considerando a abstração da norma, a sua interpretação pelo julgador poderia ser direcionada premeditadamente à punição ou absolvição indevida do administrador, dependendo do substrato em que o processo está envolvido.

Buscando mitigar este problema, bem como eventual extensão infundada da interpretação dos dispositivos que impõem a obrigação de respeito aos deveres fiduciários, a própria lei, visando proteger o administrador de acusações infundadas, ou afastar qualquer tipo de ingerência judicial dentro das companhias, prevê a aplicação normativa do *Business Judgment Rule*, conforme veremos a seguir.

5.2.1. *Business Judgment Rule*: Os Dois Lados da Balança

Na legislação brasileira, o *Business Judgment Rule*, princípio jurídico nascido na *Common Law*, é positivado pelo art. 159, §6º, da Lei n. 6.404/1976³⁸. Dessa forma, o próprio direito societário prevê que, caso não seja comprovada má-fé ou violação ao estatuto, o administrador não pode ser responsabilizado por eventuais danos causados no exercício de suas atribuições.

Esse instituto impõe, em uma vertente, a abstenção do julgador em discutir inclusive o mérito de eventual má decisão tomada pelo agente³⁹, se entender, de forma sumária, que não houve má-fé na tomada de decisão.

De um lado, a norma importa para proteger os administradores na atribuição funcional, afastando sua responsabilização por meras discordâncias intempestivas dos principais, auxiliando no afastamento, inclusive, do “conflito inverso de agência”. Por outro lado, a própria natureza intrínseca na relação de agência pode tornar árdua a tarefa de se comprovar, de plano,

³⁸ Art. 159. [...] §6º: O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia (BRASIL, 1976).

³⁹ Conforme Oliveira e Moura, “Na *common law* prevalece sobre a *rule* dois entendimentos. O primeiro, desenvolvido principalmente pelo professor Stephen B. Bainbridge, afirma tratar-se de uma regra de abstenção, pela qual o Tribunal se exime de analisar o mérito da decisão tomada pelo administrador. O segundo trata a regra como um *standard* pelo qual os julgadores podem, objetivamente, examinar o mérito das decisões dos administradores” (OLIVEIRA; MOURA, 2021).

a má-fé em determinada atuação, considerando a existência da assimetria de informação e custos relacionados.

Eis, portanto, um dos problemas auferidos pelas normas que preveem os “deveres sintéticos” dos administradores. Os próprios julgadores possuem grande dificuldade em determinar se determinado ato foi praticado de forma a transgredir os deveres fiduciários ou se, por outro lado, foi uma decisão gerencial que não obteve o êxito esperado.

É importante lembrar, neste ponto, que os administradores são indivíduos limitadamente racionais e que, dentro da complexidade do universo negocial, decisões estratégicas podem dar errado, como também pode dar certo. Os riscos e os benefícios de determinada operação podem ser *a priori* sopesadas, mas, é impossível prever qual será o resultado.

Prova disso, é a discussão acadêmica e profissional entre a utilização nas análises técnicas e fundamentalistas no estudo de previsão de alternância de rentabilidade ou bancarrota de determinada empresa ou nicho.

Não seria razoável responsabilizar pessoalmente um administrador que optou por investir em determinados mercados que depois se mostraram bolhas, mas que, à época, tinham credibilidade. Também, não seria razoável responsabilizar o administrador que decidiu apostar contra o mercado utilizando uma análise própria⁴⁰.

De um lado, a *Business Judgment Rule*, portanto, é instrumento hábil à proteção do administrador no exercício de suas funções e à vedação de interferência estatal no ambiente operacional da companhia. De outro a aferição de má-fé em determinada conduta pode ser prejudicada pelo instituto, principalmente caso a corte se utilize a teoria da abstenção, defendida por Stephen Bainbridge (2004, p. 85)

Dialeticamente, parte da doutrina entende que a potencial falha apontada acima pode ser mitigada utilizando-se uma *Accountability* diligente. Ocorre que a utilização deste mecanismo esbarra em outros problemas já demonstrados neste estudo: dificuldade de coordenação dos principais, custos de monitoramento etc. O próprio administrador acusado de ferir os deveres fiduciários tem, em regra, mais informações sobre a *Accountability* do que os proprietários das ações.

⁴⁰ Utilizando um exemplo notório, Michael Burry, gestor de fundos de investimento norte-americano, apostou montas consideráveis contra o *establishment* do mercado, acreditando na crise do *subprime*, durante a quebra da bolsa americana em 2008. Ao mesmo tempo, diversos gestores levaram seus fundos à bancarrota, apostando na solidez dos títulos. Não entendemos ser razoável punir qualquer um dos administradores, considerando que as decisões tomadas foram negociais e, a princípio, tinham a crença de que era a melhor estratégia. Para isso, a regra do *Business Judgment Rule* se mostra importante instrumento de proteção. Como fundamento, vide matéria publicada no Valor Econômico contando a história de Michael Burry: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/after-hours/conheca-os-verdadeiros-genios-de-a-grande-aposta-e-o-que-eles-fazem-hoje/>. Acesso em 19 abr. 2022.

Como disse Brainbridge, a *accountability* sozinha “é uma norma inadequada do direito societário. Uma política completa da norma deve incorporar o valor de autoridade”. Ou seja, deve desenvolver regras e standards para garantir processos eficientes de tomada de decisão (BAINBIRDGE, 2004, p. 85).

No entanto, o desenvolvimento desses processos é matéria ainda sem uma resposta clara, cujas resoluções são buscadas pelo estudo do neoinstitucionalismo, que não possui, ainda, uma conclusão definitiva.

Por isso é importante não olvidar dos ensinamentos básicos da economia na matéria de incentivos e alinhamento de interesses, vez que, segundo Cooter (2017, p. 107), “nos negócios, assim como na guerra, uma parte se compromete a realizar uma determinada ação quando se aumenta o custo de não a fazer” (COOTER, 2017, p. 107).

As normas deveriam, assim, incentivar o agente de uma forma que o não cumprimento de suas atribuições fiduciárias impactaria negativamente o seu próprio bem-estar. Porém, como visto, é tarefa complexa equilibrar os lados da balança.

Noutras palavras, é árduo equilibrar, de forma estável, a liberdade para o administrador tomar decisões negociais sem receio de responsabilização indevida e, de outro lado, a imposição de incentivos negativos e sanções para condutas e decisões oportunistas.

Ambos os paralelos sobre a forma de elaboração destas regras de conduta possuem grandes dificuldades. O desafio maior, portanto, é determinar os limites corretos sobre a interpretação das normas de deveres fiduciários.

De qualquer maneira, se trouxermos novamente à baila a questão da assimetria de informações, conceito intrínseco à relação de agência, tem-se que o agente possui, em regra, mais informações e de maneira mais fácil do que os principais poderiam obter a um custo baixo. O agente, portanto, possui “incentivo para agir de forma oportunista [...] seja porque, para garantir a qualidade do cumprimento contratual do agente, o representado precisa realizar um monitoramento de custos” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 81).

Se o direito societário tem como uma de suas funções principais “reduzir os custos de organizar a atividade empresarial”, e faz isso “facilitando a coordenação entre os participantes da companhia e reduzindo o alcance das formas de oportunismo” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 32), percebemos que, ao menos na relação entre poderes conferidos à administração delegada e os interesses dos acionistas, existem muitas nuances a serem investigadas e que ainda não foram resolvidas.

Resumindo, não é redundância lembrar que o Direito Societário, dentro das óbvias limitações racionais do legislador, pauta-se, em regra, em normas *Back End Costs*. Em adição,

no Brasil, as partes, *a priori*, têm o impulso de deixar que boa parte das relações seja regulada estritamente pelas normas gerais de direito, o que torna o alinhamento de incentivos tarefa mais árdua.

Uma relação regulada estritamente por normas gerais acentua o problema do sopesamento entre a liberdade do administrador e responsabilizações severas por desvios de conduta. Esse impasse cria dois problemas: de um lado, pode criar altos custos de oportunidade à companhia, eis que o administrador terá receio de tomar determinadas decisões, mesmo que pautadas no melhor interesse dos principais e, de outro, pode aumentar incentivos para comportamento oportunista, considerando a baixa probabilidade de sanção.

5.3. Desafios Institucionais do Direito Societário

Destarte, “muitos juristas acreditam que apenas os acionistas deveriam ser diretores das companhias”. No entanto, eles não possuem a *expertise* necessária para exercer a função de tomar as decisões certas para “maximizar o valor dos ativos da companhia em um fluxo infinito”. Em contrapartida, os diretores responsáveis pela gestão destes ativos “não são beneficiários desta maximização de valor, a menos que em uma extensão limitada”, e exercem o cargo porque “não possuem capital para possuir a totalidade dos ativos da empresa, ou simplesmente não querem comprometer uma grande parte de sua riqueza para os negócios da empresa”. Por este motivo, os diretores são “induzidos a desfrutar dos ativos sob gestão, em vez de maximizar o seu valor” (PACCES, 2012, p. 26).

Concluimos previamente que um dos desafios do direito societário se pauta nas constatações de que o monitoramento é custoso ao principal, e que as normas, sintéticas ou especiais, podem ter efeitos contraintuitivos: seja conferindo ampla possibilidade de comportamento oportunista ao administrador, seja impondo um custo de oportunidade muito alto, travando o leque de decisões que o administrador, por receio de responsabilização indevida, possa tomar.

Por isso defendemos que os sistemas de controle da governança e do direito societário⁴¹ podem ser auxiliados por instrumentos específicos que alinhem os interesses das partes, ao invés de se limitar a monitorar ou fiscalizar as condutas e decisões do agente.

Em outras palavras, criando instrumentos de incentivos *ex ante* a serem utilizados em conjunto com as normas gerais que, em regra, caracterizam-se *ex post*

⁴¹ Importante esclarecer, novamente, que ao citar “sistemas de controle da governança e direito societários”, referimo-nos aos mecanismos internos de controle, tais como conselho de administração, auditoria externa etc.

Um bom exemplo de utilização desta estratégia é auferido por Choi (2018) que, buscando equilibrar os desafios institucionais do direito societário, afirma que os problemas de custos de fiscalização dos administradores podem ser mitigados adotando-se uma forma de abertura de capital chamada “*dual-class stock*”. Como veremos, tratar-se-á do englobamento de incentivos *ante e ex post*.

Como exemplo, o autor explica sobre o IPO (*Inicial Public Offering* ou Abertura de Capital) do Google: o efeito deste tipo de estrutura concedeu aos fundadores “mais de 66% do poder de voto, enquanto eles possuíam menos de 32% das ações”. Ao adotar esta estrutura, a companhia publicou uma carta aos investidores dizendo que “conceder o controle aos fundadores, por intermédio da *dual-class stock*⁴², permitiria à companhia focar em crescimento de longo prazo e maximizar os interesses de longo prazo dos acionistas”.

Levando isso em consideração, pode-se concluir que, com uma distribuição ótima entre poder de controle e participação nos lucros o “acionista controlador é mais propenso a se preocupar com os resultados de longo prazo da companhia, sua reputação e desempenho”, beneficiando os acionistas que operam por meio de *Buy n’ Hold*⁴³ (CHOI, 2018). Este tipo de distribuição pode diminuir custos de coordenação e de fiscalização, mas, por outro lado, pode aumentar certos custos de agência para os acionistas minoritários⁴⁴.

Assim, as normas gerais do direito societário possuem o condão de direcionar o principal sobre as premissas que devem ser tomadas em consonância com sua relação com o agente. No entanto, admite-se que elas não sejam utilizadas isoladamente, mas sim em conjunto com instrumentos de alinhamento de interesses.

Considerando estes problemas, a própria sociedade criou normas que buscam complementar o insculpido pelo direito societário, pregando organismos e estruturas que devem ser utilizadas para se alcançar as premissas da lei. Trata-se da governança corporativa, cujas bases serão exploradas no capítulo seguinte.

⁴² Importante pontuar que, no Brasil, só passaram a ser permitidas classes diferentes de ações, com diferentes poderes de voto, a partir da Lei n. 14.195/2021, com inclusão do artigo 110-A na LSA, que diz: “É admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural, não superior a 10 (dez) votos por ação ordinária”.

⁴³ *Buy n’ Hold* é a estratégia de investimentos em que o investidor adquire ações com o intuito de mantê-las, a longo prazo, em seu portfólio, apostando na valorização da empresa e no recebimento de dividendos. Diferente de estratégias de *day* ou *swing trade*, em que o investidor faz operações rápidas de compra e venda de ativos, comprando-as quando estão com valores baixos e vendendo-as quando o valor aumenta, ou operando de forma alavancada, vendendo ações em alta e comprando-as em baixa.

⁴⁴ Nós nos absteremos de aprofundar este assunto, considerando que o foco da discussão é o conflito de agência entre acionistas e administradores.

6. GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTRUTURAS E CONSTATAÇÕES

Após introduzirmos os conceitos, normas, leis, racionalidade dos indivíduos e possíveis interpretações importantes para a resolução do problema em análise, deve-se analisar, em princípio, a eficiência das normas reguladoras impostas pelo Direito Societário ou pela Governança Corporativa. Alessio Paccès (2012) diz que a Governança Corporativa “‘importa’ à performance econômica, o que, por sua vez, é uma chave determinante do bem-estar social”. (PACCES, 2012, p. 02). Também afirma que as regras de Governança Corporativa estão cada vez mais em pauta nas agendas dos *policymakers*, porque há interesse público no crescimento de companhias e empresas. Aliás, “as mais proeminentes organizações internacionais (como a OCDE e o *World Bank*) consideram uma boa governança corporativa a receita chave contra o subdesenvolvimento” (PACCES, 2012, p. 02). Em outras palavras, a Governança Corporativa possui o mesmo objetivo que o próprio Direito Societário⁴⁵.

Além disso, importante ressaltar que são as mudanças no mercado de capitais que impulsionam a eficiência na Governança Corporativa, e não o contrário. Conforme Gilson e Gordon, trata-se de custos de oportunidade às companhias aderentes às regras, eis que elas “precisam de capital de risco para ter vantagens em novas oportunidades e capturar economias em escala” (GILSON; GORDON, 2013, p. 869).

Por esses motivos, somados aos já citados problemas da agência, os órgãos reguladores tentam “estruturar um conjunto de mecanismos de incitações que levem a empresa regulada a fornecer corretamente as informações necessárias” (PINTO Jr.; PIRES, 2000, p. 07).

Entendemos que a estruturação destes mecanismos se trata de políticas públicas que vão além apenas dos interesses dos agentes, mas, também, buscam fomentar o investimento, poupança e transferência de capital, proporcionando, justamente, segurança aos investidores.

Nacionalmente, um dos mais importantes órgãos autorreguladores - IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) – conceitua a Governança Corporativa como “o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os sócios, Conselho de Administração, Diretoria, Órgãos de fiscalização e demais partes interessadas” (IBGC, 2015, p. 20).

A adoção de boas práticas de governança, ainda nos termos exarados por aquele órgão – corroborando com nosso entendimento de que o direito societário deve ser utilizado como diretriz de bases estruturais, e não como um fim em si mesmo - “convertem princípios básicos

⁴⁵ Ver Kraakman *et al.*, 2018, p. 71.

em recomendações objetivas, alinhando interesses com finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização” (IBGC, 2015, p. 20).

Ora, se, segundo Kraakman, o direito societário facilita a negociação dos atores empresariais e reduz os “custos associados à condução do negócio” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 31) a governança, concedendo confiança às contrapartes, possui o mesmo condão. Estas instituições são necessárias para que o investidor tenha segurança e interesse em realizar aportes que gerarão riquezas.

Dessa forma, Srour corrobora com este papel fundamental dessas instituições, verificando que “onde os direitos dos investidores são extensivos e verificáveis em cortes legais, estes têm mais interesse em financiar a firma” (SROUR, 2005, p. 642). Ou seja, novamente estamos falando de incentivos.

No entanto, um dos principais pontos deste estudo é a busca de instrumentos de auxílio à governança, concedendo, além das imposições de deveres fiduciários, o alinhamento de interesses entre o principal e o agente.

Nossa preocupação em buscar auxílio aos mecanismos de governança se funda no fato de que, mesmo com toda a recente evolução das instituições, aliada à pressão regulatória em face das companhias, as fraudes praticadas por agentes continuam ocorrendo, mesmo existindo extensas normas regulatórias⁴⁶.

Além disso, tal qual o direito societário, os mecanismos de controle e fiscalização da governança corporativa são, em geral, *back end costs* e incentivos *ex post*. Por conta disso, nossa premissa inicial nos concede o desafio de encontrar auxílio na economia e no direito para mitigar, ao máximo, fraudes corporativas. Alinhando interesses *ex ante*, entendemos, o risco de fraude e os custos de monitoramento diminuem de forma exponencial.

Dessa forma, além de levar em consideração o risco apresentado pela fiscalização das suas condutas, por intermédio das estruturas de controle, o agente, quando instauradas as normas e incentivos *ex ante*, terá incentivos para demonstrar aos órgãos controladores que está agindo nos melhores interesses dos principais.

Para resolver o problema, inicialmente, é necessário vislumbrar, brevemente, os esforços da autorregulação da governança corporativa no Brasil, os órgãos responsáveis e suas determinações.

⁴⁶ Arduin, embasando nosso entendimento, comenta que mesmo com a evolução das instituições de governança, ainda existem diversos “escandalosos episódios de desvios éticos, ocorridos em gigantes corporações multinacionais que possuem “sistemas robustos de governança corporativa e de cumprirem com um complexo e extenso conjunto de obrigações legais e normativas” (ARDUIN, 2021, p. 26).

6.1. Governança Corporativa no Brasil

No Brasil os principais órgãos que regulam a questão da Governança Corporativa, são, em rol explicativo, a CVM, o BACEN, o IBGC, o CAF e a B3.

A B3, bolsa de valores “oficial” do País, sendo a responsável pela listagem das companhias abertas e o meio de negociação pública de valores mobiliários, vem empreendendo esforços com o intuito de aumentar o grau de confiança, por intermédio de incentivos às companhias listadas para que realizem a adesão aos parâmetros mínimos de governança corporativa estabelecidos.

Considerando que a própria Lei n. 6.404/1976 já estabelece alguns parâmetros de governança para as companhias listadas em bolsa, a B3 lançou seis segmentos aos quais as sociedades anônimas podem aderir, a depender de seu nível de comprometimento com as normas regulamentares da organização: (i) Segmento Básico – Companhias que não possuem nenhuma estrutura de Governança que vá além daquelas estabelecidas pela Legislação; (ii) Nível 1; (iii) Nível 2; (iv) Novo Mercado; (v) Bovespa Mais; e (vi) Bovespa Mais Nível 2⁴⁷.

Para apreender formas de melhoria nos mecanismos supracitados, é necessário entender como eles agem. Para tanto, o caso do Banco Panamericano nos auxiliará a analisar quais dessas estruturas eram presentes na governança da companhia, quais foram os seus impactos e o que poderia ter sido feito para mitigar o risco das fraudes.

Adiantando o assunto, o Banco Panamericano era aderente do nível 1 de governança da B3, que, apesar de não ser o mais rígido, impõe diversos deveres adicionais, tais como *free float* de 25% (vinte e cinco por cento), conselho de administração com no mínimo 3 (três) membros, código de conduta etc. Mesmo assim, a companhia foi o cenário de um grande escândalo no mercado brasileiro.

Pressupõe-se que uma das causas de eventuais falhas destas estruturas, no caso concreto, é dada pelo fato de que “não há como o regulador conhecer todas as atividades de uma firma.” Novamente a questão da assimetria de informações se insere no contexto, dificultando “sobremaneira a atividade do regulador, que tem a tarefa de fazer a firma cumprir os objetivos sociais [...] sem ter controle e conhecimento pleno de suas atividades” (PINTO Jr.; PIRES, 2000, p. 03).

⁴⁷ O blog da Warren, administradora fiduciária e DTVM consolidada no mercado brasileiro, publicou matéria explicando as formas e diferenças em cada um dos segmentos de Governança impostos pela B3. A matéria pode ser visualizada no link: **Conheça Todos os Segmentos de Listagem da Bolsa e Entenda as Diferenças**. Disponível em: <<https://warren.com.br/blog/segmentos-de-listagem-na-bolsa/>>. Acessado em 13 dez. 2021.

Ora, o *policy maker* que impõe as normas de governança o faz, em regra, externamente e de forma geral. É impossível que o regulador entenda o dia a dia operacional de cada uma das companhias que adotarão suas regras – eis o motivo pelo qual não se deve confiar na efetividade isolada das normas gerais de governança corporativa.

Por conseguinte, para melhor entendimento, é necessário introduzir brevemente quais são as formas e mecanismos de controle e fiscalização instituídos pelos órgãos de (auto)regulação.

6.2. Estruturas e Mecanismos de Fiscalização e Controle

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em seu “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” (IBGC, 2015), pontua alguns órgãos de fiscalização e controle necessários para alinhar os interesses e impedir fraudes dentro das companhias. São eles: (i) comitê de Auditoria; (ii) conselho fiscal; (iii) auditoria independente; (iv) auditoria interna; e (v) *compliance*. São, também, louváveis os esforços deste Instituto em delimitar os princípios básicos da Governança Corporativa, tais como “transparência”, “equidade”, “*accountability*”, e “responsabilidade corporativa” (IBGC, 2015, p. 21).

Após entender brevemente o funcionamento desses mecanismos e princípios, devemos refletir sobre a existência de incentivos direcionando as partes ao respeito e à observância das diretrizes que vão além da simples ciência sobre a existência dos órgãos. Não se pode olvidar, ainda, que todos os órgãos de fiscalização são compostos por um conjunto de indivíduos, cada qual com sua racionalidade limitada e ensejo por buscar a maximização do seu próprio bem-estar.

Assim, antes da análise do caso escolhido, deveremos analisar os mecanismos de governança corporativa determinados pelos organismos reguladores e pelo direito societário. Na sequência, convergiremos as regulações teóricas à análise do caso de fraude, para verificar eventuais falhas ocorridas nos mecanismos de governança, e demonstrar a importância do contrato e do alinhamento de incentivos como instrumentos auxiliares à prevenção de fraudes.

6.2.1. Mecanismos de Controle e Fiscalização

Conforme constatado, os principais órgãos de controle e fiscalização na governança corporativa são o comitê de Auditoria, o conselho fiscal, a auditoria independente, a auditoria interna, e o *compliance*.

Como justificamos, faz-se necessário abordar a forma de trabalho e a finalidade de cada um deles para que, posteriormente, possamos determinar eventuais formas de auxílio para mitigar conflitos de agência.

Inicialmente, considerando que “a qualidade dos números contábeis está intrinsicamente ligada à qualidade da governança corporativa” e que “a contabilidade fornece informações, dentre outras, sobre o desempenho dos executivos”, informações necessárias para a eficiência dos mecanismos de governança ao “operar com eficiência no combate aos problemas de agência” (BAIOCO; ALMEIDA, 2017, p. 230), é necessário introduzir a definição de termos técnicos da área - “gerenciamento de resultados” e “*Accruals*”.

“Gerenciamento de resultados” consiste na “intervenção proposital na divulgação das informações financeiras, com o propósito de receber algum ganho privado”, que também pode ser utilizado “como retorno aos estímulos do mercado financeiro” (BRITO; OLIVEIRA; CALDEIRA, 2019, p. 02). *Accruals*⁴⁸, por sua vez, são ajustes nas demonstrações financeiras das companhias, “oriundos do regime de competência” e são, “muitas vezes, totalmente discricionários, permitindo que os administradores tenham alguma liberdade em sua mensuração (também conhecida como manipulação de resultados)” (LOPES; MARTINS, 2005, p. 178).

Em resumo, *accruals* é definido pela “diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido”, sendo, portanto, “todas aquelas contas de resultado que entraram no cômputo do lucro, mas que não implicam necessária movimentação de disponibilidades” (MARTINEZ, 2008, p. 08).

Esses *accruals* discricionários, aliás, podem ser uma das formas de gerenciamento de resultados oportunistas utilizadas pelos administradores das companhias. Exemplo clássico é a inflação do valor gerado nas demonstrações financeiras para ganho de bonificação de acordo com os resultados da companhia.

Visando remediar essa discricionariedade, os órgãos reguladores indicam que, para melhorar a Governança Corporativa e, conseqüentemente, o desempenho e diminuição de conflitos de interesses nas companhias, o presidente do conselho de administração e o diretor executivo devem ser pessoas distintas e independentes.

Parece-nos uma diretriz plausível, considerando o sistema de freios e contrapesos exercido entre o conselho e a diretoria na administração de uma empresa.

⁴⁸ Segundo Nardi, “o sentido da palavra *accruals*, em português seria ‘acumulações’” (NARDI, 2008, p. 25). Porém, deve-se esclarecer, conforme Colauto e Bauren (2006, p. 06), que se trata de adicionar valores positivos e/ou negativos de modo a gerar aumento ou diminuições no lucro.

No entanto, estudo empírico formulado por Almeida, Lopes e Pinto encontrou o resultado, por intermédio de cálculos estatísticos e análise de diversas companhias, concluindo que “a variável diretor executivo como presidente do conselho apresentou correlação positiva significativa a 5% contra a variável ROE⁴⁹.”, ou seja, o resultado dos cálculos sugere que “pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho não resultam em desempenho melhor nas empresas” (ALMEIDA, LOPES e PINTO, 2013, p. 173).

Por conseguinte, o IBGC define que o Comitê de Auditoria tem como função assessorar – e monitorar – o conselho de administração, auxiliando-o no “controle sobre a qualidade das demonstrações financeiras e controles internos”⁵⁰.

Em outro estudo empírico, Cunha et al., investigaram o impacto do Comitê de Auditoria nas empresas listadas na B3 (antiga BM&FBovespa), entre os anos de 2010 e 2011. Das 415 (quatrocentas e quinze) companhias listadas, apenas 61 (sessenta e uma) possuíam este comitê em sua estrutura de governança, motivo pelo qual somente estas foram objeto de análise.

Esse estudo utilizou diversas variáveis como quantidade de integrantes do comitê, quantidade de integrantes independentes etc. A conclusão foi de que “se pode verificar que nenhuma das características do Comitê de Auditoria estudadas apresentaram influência sobre o gerenciamento de resultados” (CUNHA et al., 2014, p. 24).

Ao menos no Brasil, partindo das conclusões dos estudos acima, parece não existir uma forte correlação entre a existência, tamanho e grau de especialização dos indivíduos que compõem o Conselho e a diminuição da assimetria de informações entre principais e agentes, o que demonstra a necessidade de sugerirmos instrumentos de auxílio – em nosso caso, instrumentos estratégicos de alinhamento de incentivos *ex ante*.

O Conselho Fiscal, por sua vez, tem previsão legal de existência nos artigos 161 e seguintes da Lei n. 6.404/1976, e sua constituição não é obrigatória. Pode ser permanente ou instituída a partir do pedido dos acionistas em Assembleia.

A primeira falha que percebemos nesta estrutura é a forma de constituição: para ser instituído por solicitação de acionistas, os requerentes devem representar 1/10 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% das ações sem direito a voto. Como já levantado, os custos de coordenação e monitoramento por parte dos acionistas são altos e levam ao chamado efeito *free*

⁴⁹ A sigla ROE significa *return on equity*, ou seja, é o cálculo que resulta do retorno e o patrimônio líquido da companhia. Se a companhia tem um patrimônio líquido de R\$ 100,00 e resultado de R\$ 50,00, o ROE é de 50%.

⁵⁰ O Código de Melhores Práticas do IBGC informa as práticas e formas de relacionamento do Comitê de Auditoria com os *Stakeholders*, inclusive com o CA. Ver em (IBGC, 2015, pp. 79-81.). Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>>. Acesso em 16 fev. 2022.

rider. Em companhias de capital pulverizado, é difícil – e novamente custoso – para acionistas proprietários dessa relativamente pequena quantidade de ações, coordenarem-se para solicitar a instituição do conselho fiscal.

Outro problema do Conselho Fiscal é o fato de que a norma não impõe qualidades aos membros do conselho, ou seja, ela apenas aponta quantos são e quem deverão ser os representados. No entanto, inexistente a indicação de especialidade acadêmica ou profissional do conselheiro.

Neste sentido, Trapp concluiu que, se existir uma estruturação excelente nos mecanismos de governança corporativa na companhia, é “possível verificar relacionamento com menores níveis de gerenciamento de resultados, sugerindo, assim, que [...] a especialidade dos conselheiros é item diferencial para a melhoria da informação contábil divulgada” (TRAPP, 2009, p. 104).

Outra estrutura de governança utilizada como órgão fiscalizador da administração é a Auditoria Interna. Franco e Marra defendem a importância deste órgão, cuja vantagem “é a existência, dentro da própria organização, de um departamento que exerce controle permanente [...] de todos os atos da administração” (FRANCO; MARRA, 2003, p. 19). Para o IBRACON, a Auditoria Interna tem como função, entre outras, “examinar, avaliar e monitorar a adequação e eficácia dos sistemas contábeis e de controle interno” (IBRACON, 1998, p. 07).

Pereira e Nascimento realizaram um estudo, no qual foram avaliadas 37 (trinta e sete) empresas privadas no Estado de São Paulo, demonstrando que 50% (cinquenta por cento) das fraudes ocorridas internamente foram detectadas pela auditoria interna, 30% (trinta por cento) por outras áreas da empresa (contabilidade, administração, controladoria etc.), 12% (doze por cento) por intermédio de denúncias e 0% (zero por cento) por trabalhos de auditoria externa (PEREIRA; NASCIMENTO, 2005, p. 54).

Segundo o mesmo estudo, os principais destinatários dos relatórios realizados pela auditoria interna eram os gerentes ou diretores, ou seja, voltamos à questão já analisada de que, sendo o destinatário das conclusões realizadas por esse órgão, o diretor, que pode ter praticado a fraude, acaba havendo uma situação de “autofiscalização”, em detrimento dos principais, que, por conta dos custos de coordenação e monitoramento envolvidos, acabam não tendo acesso aos relatórios.

Outra questão importante é: quantas fraudes não foram detectadas? Se a maior parte dos atos ilícitos foi encontrada por intermédio da auditoria interna, quantos deles, praticados pelo próprio diretor, não foram levados à público?

Além disso, os auditores internos são remunerados pela própria companhia que os fiscaliza, gerando, mais uma vez, conflitos de interesses. O Diretor, responsável pela contratação destes profissionais, tem grande poder de retaliação e gestão direta sobre eles, o que pode impedir que todas as informações essenciais sejam repassadas aos principais.

Apesar dos poucos estudos empíricos encontrados, os quais analisam a qualidade e a confiabilidade da auditoria interna, por interpretação lógico-sistemática do estudo até aqui, convergindo a situação com a TA, TCT, AED e racionalidade, deduzimos que não há segurança em afirmar que a auditoria interna é um órgão extremamente confiável para mitigar conflitos de agência. Esta insegurança é corroborada pelo fato de que, os mesmos autores, neste mesmo estudo, afirmaram que em todos os escândalos de fraudes, “a presença da auditoria foi de grande relevância, pois tais empresas e seus profissionais estavam envolvidos justamente na garantia da fidedignidade e correção das diversas operações das empresas e, por consequência, em seus números publicados” (PEREIRA; NASCIMENTO, 2005, p. 46).

A Auditoria Externa, por sua vez, tem como principal atribuição emitir “opinião sobre se as demonstrações financeiras preparadas pela administração representam, adequadamente, em todos os seus aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da organização” (IBGC, 2015, p. 86).

Porém, ainda que não seja possível generalizar, existem reais e potenciais conflitos de interesses entre os auditores externos e os diretores a quem fiscalizam.

Neste viés, John Coffee é categórico ao afirmar que as firmas de auditoria externa têm mais lucros prestando consultoria do que auditando – por exemplo, ele recebe um *incentive fee* pela qualidade de seu trabalho de consultoria – o que pode fazê-lo agir de maneira oportunista, maquiando dados ou colocando a empresa em riscos reputacionais (COFFEE, 2003, p. 40).

Por exemplo, se a empresa responsável pela auditoria externa vende softwares de consultoria para os clientes, “hipoteticamente, por \$ 50 milhões”, ela poderia “receber mais remuneração de taxas de incentivo para vendas cruzadas do que auditoria formal” e, por isso, “ter mais motivos para valorizar a satisfação do cliente acima do seu interesse no capital reputacional da empresa” (COFFEE, 2003, p. 40).

Não podemos esquecer, ainda, que em diversas fraudes houve a participação dos auditores externos como “cúmplices”. O caso do Banco Panamericano, por exemplo, passou “pelo crivo de diversas instituições, em especial, empresas de auditoria, mas só foram descobertas [...] pelo

Banco Central”⁵¹. Nesse mesmo caso, inclusive, ficou clara a atuação da auditora externa para encobrir as fraudes, uma vez que o problema “era de conhecimento de todos os diretores, do comitê de auditoria e da auditoria externa, que o mesmo diretor utilizava esse procedimento no intuito de atingir meta e, com isso, receber bônus” (BRASIL, 2018, p. 14).

Assim, conforme veremos na seção seguinte, as estruturas de governança, apesar de seus esforços, nem sempre são aptas, isoladamente, a mitigar fraudes e conflitos de agência, inclusive pelo interesse dos fiscalizadores em maximizar seu próprio bem-estar. Aliás, estas estruturas de controle e fiscalização podem ser ótimas como solucionadoras de problemas *ex post*, mas se auxiliadas por estratégias *ex ante*, podem ser muito mais efetivas e, inclusive, ter menor carga de trabalho.

6.3. Conclusões Prévias Sobre os Mecanismos de Governança Corporativa e Incentivos *Ex Post*

Conforme o exposto, entende-se que a adoção de todas as, em conjunto, diversas estruturas de governança possui o condão de diminuir, ao menos em parte, o gerenciamento de resultados oportunistas por parte dos administradores. A pesquisa de Trapp, nesse sentido, asseverou que, conforme os dados colhidos, as empresas que apresentam os mecanismos de governança “quase que na totalidade”, teriam “o menor nível de gerenciamento de resultados” (TRAPP, 2009, p. 97).

No entanto, são muitas as variáveis envolvidas para que a governança atinja seu ponto ótimo e, como dito neste estudo repetidas vezes, é custoso ao principal elaborar e impor todas estas formas de conduta.

Deve-se considerar, ainda, que o Banco Panamericano possuía as estruturas de governança, inclusive o Comitê de Auditoria, vez que era vinculado ao nível 01 de governança da B3, e por ser Instituição Financeira (o Comitê de Auditoria, em regra, não é obrigatório no Brasil. No entanto, o Banco Central determina que as instituições financeiras o constituam).

Além disso, a assimetria de informações, mesmo que entre os administradores e os fiscais e membros de comitês, tornam, também, difícil a tarefa de que estes órgãos detectem

⁵¹ Dados retirados do website “Transparência e Governança: Informação e Debate para Acionistas Minoritários”, Caso Panamericano. Disponível em: http://www.transparenciaegovernanca.com.br/TG/index.php?option=com_content&view=article&id=134&Itemid=135&lang=br. Acesso em 28 fev. 2022.

determinadas fraudes, atribuindo custos de informação igualmente altos tanto aos fiscalizadores, como aos principais.

Por vezes, estruturas extremamente complexas podem ser utilizadas como instrumentos de fraude, dificultando sobremaneira os trabalhos dos órgãos de controle e fiscalização.

Lembremos dos mecanismos utilizados pela Enron, disposto na introdução deste estudo, para fraudar os balanços da companhia que, apesar de completamente insalubre do ponto de vista financeiro, parecia extremamente saudável e rentável aos olhos dos acionistas⁵².

Assumindo que aquela *joint-venture* tivesse sido constituída em forma de Sociedade em Conta de Participação, que a Enron figurava como sócia oculta, e que o banco que concedeu o empréstimo era estrangeiro. Tudo isso eleva exponencialmente o custo dos próprios fiscalizadores em encontrar fraudes. Pode-se imaginar o custo para detectar todo o caminho feito pelo dinheiro, desde a saída no Canadá, entre as entradas e saídas em diversas e diferentes empresas, até chegar às demonstrações financeiras da Enron como lucro. Os custos para obter estas informações seriam, talvez, mais altos do que os benefícios auferidos pelo cargo dos fiscalizadores.

Além disso, em fraudes tão complexas, os conselheiros e membros dos comitês de fiscalização possuem muito pouco incentivos para investigar a fundo qualquer situação que lhes pareça “incomum”, visto que é muito difícil que haja qualquer tipo de punição contra si, caso não haja envolvimento direto nos casos. Isto é, os danos causados por uma atuação não diligente não são pagos pelo conselheiro, mas pelos principais. Assim, o conselheiro que não empreende uma atuação diligente não “absorve o impacto de suas próprias ações”⁵³, e sim os acionistas, considerando as externalidades negativas e impossibilidade de responsabilização (exceto em casos escancarados de imprudência, imperícia e/ou negligência na atribuição das funções, mas que, mesmo assim, são de difícil comprovação).

Esse fato é verificável no Brasil, em que a responsabilização ainda é mais difícil por conta do sistema legal pátrio. De acordo com Nassif e Souza, nos “países que têm o direito codificado, como no Brasil, os juízes ficam mais presos às letras da lei, o que impede de condenar práticas [...] imbuídas de um propósito comercial aparentemente plausível” (NASSIF, SOUZA, 2013, p. 08).

⁵² Relembrando que a “Enron formou uma *joint-venture* com a Blockbuster para alugar filmes online. O negócio fracassou alguns meses depois”. No entanto, “logo que o empreendimento foi formado, a Enron secretamente fez uma parceria com um banco canadense que essencialmente lhe emprestou 115 milhões de dólares.” A contrapartida do empréstimo era a “troca de lucros futuros no negócio com a Blockbuster”. Como cediço, o empreendimento jamais teve sucesso, mas “a Enron contabilizou o empréstimo como ‘Lucro’” (MALKIEL, 2021, p. 78).

⁵³ Referenciando-se TALEB, 2018, em “Arriscando a Própria Pele”.

Aproveitando a discussão sobre o sistema de punição e *enforcement* de regras no Brasil, temos mais um argumento importante sobre a necessidade de atribuição de incentivos *ex ante* nas relações de agência, em conjunto com os mecanismos de governança.

Bentham levantou a hipótese sobre os motivos pelos quais um indivíduo racional decide cometer, ou não, uma fraude. Para o autor, o lucro do crime é a força que incentiva o indivíduo a praticá-lo, e a dor da punição é a força empregada para impedi-lo. Se, no entanto, o produto do crime for maior que a força da punição, o crime será cometido – a recíproca é verdadeira. (BENTHAM, 1830, p. 33)

Por conseguinte, considerando que o agente potencialmente desonesto é um indivíduo racional e maximizador do seu próprio bem-estar, utilizando-se a doutrina de Cooter e Ullen⁵⁴, estes agentes irão analisar três variáveis para tomar a decisão de praticar, ou não, determinada fraude: (i) benefício do crime; (ii) custos da severidade da pena; e (iii) probabilidade de aplicação desta pena.

Assim, “para que um crime seja cometido o resultado final dessa análise custo-benefício terá que ser positivo”. Por exemplo: $y(x) - p(x) * f(x) > 0$ ” – sendo (y = benefício do crime; f = severidade da pena; e p = probabilidade de aplicação da pena). (COOTER, ULLEN, 2010, pp. 463 - 467)

Trazendo a análise à realidade brasileira e ao trabalho, desconsiderando o crime punível pelo juízo criminal, as penas impostas pela CVM em casos de fraudes praticadas por administradores podem ser: absolvição, multa, advertência, inabilitação, proibição e suspensão (em ordem de severidade).

Dentre 4.236 (quatro mil, duzentos e trinta e seis) casos julgados pela CVM, envolvendo pessoas naturais, entre 25/01/2000 e 26/03/2019, 46,8% foram absolvidas, 40,4% sofreram uma pena de multa, 6,1% advertência, 4,9% inabilitação, 1,3% proibição e 0,5% suspensão. (NUNES; BERGER, 2020, p. 37).

O estudo mostra, ainda, que dentre os 231 (duzentos e trinta e um) administradores julgados, 94 foram absolvidos, 103 foram multados, 16 sofreram advertência, 15 foram inabilitados, 3 foram proibidos e nenhum foi suspenso. Dentre os diretores acusados, os desfechos seguem praticamente a mesma proporção: 44,5% foram absolvidos e 42,7% foram multados. Apenas 0,4% foram suspensos.

⁵⁴ Ver também: OLIVER, Alison. *The Economics of Crime: an analysis of crime rates in America*. In: *The Park Place Economist*, 10, 2002.

Enquanto 87,2% foram absolvidos ou condenados à pena menos severa, apenas 0,5% foram condenados à pena mais severa.⁵⁵

Deduz-se, portanto, que os órgãos de controle e fiscalização possuem um *enforcement*, considerando a severidade da pena e a probabilidade de aplicação, de valor baixo.

Para facilitar a conta, utilizaremos apenas os valores das multas aplicadas para incluir no cálculo de custo-benefício: 92,2% das multas tiveram um valor entre R\$ 10.000,00 e R\$ 1.000.000,00. Apenas 6,3% entre 1 e 10 milhões e 1,5% mais de 10 milhões de reais.

Calculamos, então, de forma simplificada: se a pena esperada for de R\$ 1.000.000,00, e a probabilidade de aplicação é de 40,4%, a fraude valerá a pena, racionalmente, se auferir um valor maior do que R\$ 404.000,00 (quatrocentos e quatro mil reais). $(y(x) = (1.000.000 * 0,404))$ ⁵⁶

Dito isso, pelo analisado até o momento, as estruturas de governança podem ajudar a mitigar o gerenciamento de resultados. No entanto, não se trata de uma forma que mitiga ao máximo os conflitos de interesses e o comportamento oportunista de administradores. Pode ser que não por falha efetiva nos mecanismos, mas por falta de *enforcement* pelos órgãos reguladores responsáveis.

Os dados demonstraram uma baixa diferença entre empresas que contam com as estruturas de governança e as que não contam. Além disso, como no caso do Banco Panamericano, mesmo toda a estrutura instituída não foi suficientemente hábil para evitar uma das maiores fraudes financeiras da história do país.

Neste sentido, deduz-se que os mecanismos de controle e fiscalização, isoladamente, não são suficientes para, a baixo custo, atingir sua finalidade de mitigar “o alcance das formas de oportunismo”, o que corrobora, por enquanto, a validade e/ou necessidade de se estabelecer contratos paralelos, elaborados de forma estratégica e visando o alinhamento de interesses *ex ante*. Nesta hipótese, teríamos os incentivos negativos (penas) e positivos (alinhamento de interesses) caminhando em conjunto, e não apenas um deles.

Levamos, então, como premissa, que os custos de agência e os mecanismos de controle e fiscalização não possuem uma capacidade tão grande de, por si só, transformar a governança corporativa em um problema. Para ser um verdadeiro problema, deve haver uma “falha contratual” (PACCES, 2012, p. 27).

⁵⁵ Todos os dados numéricos são os constantes no trabalho de (NUNES; BERGER, 2020).

⁵⁶ Trata-se de um cálculo extremamente simplificado, sem rigor matemático. Serve apenas para exemplificar a tese da racionalidade no cometimento de fraudes considerando o *enforcement* e a pena, retirando-se a maior parte das variáveis. Também, importante asseverar que deixamos de considerar diversas outras teorias econômicas, tais como a *Diminished Rationality* da BL&E etc.

Em outras palavras, o problema é o *enforcement* insuficiente somado com as falhas contratuais pela ausência de alinhamento de incentivos *ex ante*.

Numa sequência lógica, antes de abrir analisar o caso, considerando que nossa tese caminha entre o direito societário, governança e contratos, faremos, a seguir, uma breve introdução à teoria dos contratos e às teorias contratuais embasadas pela análise econômica do direito para, após isto, entender como os incentivos e determinadas cláusulas influem no processo decisório dos agentes para, por fim, estudar o caso do Banco Panamericano S.A. de forma mais ampla, facilitando a proposição de soluções.

7 TEORIA DOS CONTRATOS

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, entre outros (CARDOSO, ZOLANDECK, 2019).

Corroborando essa visão, 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” (apud. FORGIONI, 2016, p. 26). Em outras palavras, pode-se dizer que ele cria efeitos jurídicos de vínculo obrigacional e de conteúdo patrimonial entre as partes. No entanto, esta definição nos parece um tanto despreparada para explicar as relações econômicas e de agência. Ora, um contrato que simplesmente vincula as partes de maneira obrigacional não exerce a função de alinhamento de incentivos e interesses, ou seja, torna-se um fim em si mesmo e não um instrumento que proporcione às partes chegarem ao seu objetivo. Não obstante, quando o contrato está inserido em um ambiente de mercado, no qual a sua função é econômica (gerar ganhos recíprocos), ele não deve deixar de ser analisado, o que transmuta a sua forma e finalidade.

Como não podia deixar de ser, o contrato é um instrumento econômico e, nesse contexto, ele se desvia da característica “fim em si mesmo” e se insere na conjuntura instrumental, destinando-se a garantir às partes o cumprimento das expectativas num ambiente de jogo de soma não zero. Nessa toada, 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, 2016).

Em consonância com essa visão, 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). Mariano, por sua vez, acerta ao dizer que os contratos “para além de atribuir direitos e obrigações, servem para promover, entre os contratantes, determinadas condutas” (MARIANO, 2018. p. 95). Em outras palavras: promover incentivos para determinados comportamentos.

Portanto, conforme explanado desde o início do trabalho, no que concerne à necessidade de analisar economicamente as relações contratuais, o contrato deve ser analisado sob a ótica da teoria da agência e da ECT, pois elas “buscam introduzir questões até então negligenciadas pela teoria tradicional” que, como vimos no capítulo 4 (teoria da agência), são: (i) “incompletude

contratual em função da incerteza e imprevisibilidade de contingências futuras”; (ii) “comportamento oportunista dos agentes”, e (iii) “importância de instituições no sentido de diminuir incertezas e sinalizar objetivos para os agentes” (PINTO Jr.; PIRES, 2000, p. 06)

Ocorre que, ainda hoje, “o direito contratual é usualmente tratado de maneira muito simples, como um sistema que especificamente força o cumprimento dos termos contratuais, quando o comportamento subjacente pode ser verificado pelos tribunais” (POSNER, SALAMA, 2010, p. 48).

Corroborando o entendimento de que é necessária a análise da instituição “contrato” por intermédio das disciplinas firmadas como imprescindíveis neste trabalho, Klein afirma que a Nova Economia Institucional se propõe “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”. Isto porque diversas doutrinas propõem “soluções ótimas” com base nas premissas de que o mercado funciona sem custos de transação, com racionalidade ilimitada, o que, no entanto, não é possível no mundo real. (KLEIN, 2013, p. 177).

Assim, considerando todas as falhas inerentes à racionalidade e ao mercado, e considerando a assimetria informacional e o custo de se obter informações, é impossível considerar que um contrato pode ser completo e que seria possível resolver todos os problemas mercadológicos de forma que o instrumento contratual supra todas as informações e possíveis comportamentos futuros. Eis o motivo pelo qual as estruturas de governança para controle e fiscalização devem ser auxiliares. Cada uma das instituições agirá em um lado do problema, estreitando o caminho da fraude.

Nesse interim, entra em cena a Teoria do Contrato Incompleto. Essa tese corrobora nossa afirmação de que é impossível que o contrato preveja todas os possíveis comportamentos e tomadas de decisão dos contratantes no futuro, principalmente ao se tratar de um contrato de longo prazo, como é o contrato de agência. A incompletude do contrato surge da “capacidade limitada de se descrever os infinitos estados da natureza, predispor medidas para execução da operação, se ou quando, sofrerem alterações.” (SZTAJN, 2010, p. 14)

Outro motivo que também impede que as partes redijam um contrato completo, que possibilite alcançar ambos os objetivos, confiança e transação eficientes, segundo Scott e Triantis, desdobra-se em dois: (i) o custo de transação em prever todas as possíveis implicações e alterações de estado do mundo superaria o lucro das partes na transação, e (ii) o custo de transação de deixar que tudo seja resolvido e exequível após o julgamento ou decisão de um terceiro – juízes, no caso – superaria, igualmente, o ganho esperado pela transação, devido à

dificuldade em transacionar com a corte as informações que apenas as partes possuem (SCOTT; TRIANTIS, 2006, p. 816).

Dessa forma, interpretando logicamente o argumento acima, os contratos incompletos podem obter essa característica de forma “súbita” ou “deliberada”. A incompletude deliberada “deve ser entendida como ‘aquele contrato cujo conteúdo representa uma lacuna, visto que as partes atribuíram a um terceiro, a uma delas ou a um acordo posterior a determinação do elemento ausente’” (CAMINHA, LIMA, 2014, p. 165).

Ou seja, são contratos com termos *ex post*, ou *standards* que também deixarão ao julgador, em caso de judicialização, determinar se dada conduta foi, ou não, quebra de contrato. Analogamente, aliás, às normas de Deveres Fiduciários previstas na legislação brasileira que são, em regra, *standards*.

Esta incompletude deliberada que, como veremos, está intimamente ligada à teoria do *Contractual Design*, se dá, geral e principalmente, por conta dos custos de transação que seriam gerados em caso de discussão de determinados termos⁵⁷. A incompletude súbita, por sua vez, de acordo com Caminha e Lima, “diz respeito às lacunas presentes no regramento contratual, que são oriundas da “ambiguidade ou vagueza da linguagem utilizada pelas partes”, como também podem ocorrer por conta “de uma verdadeira ausência de vontade, e assim de um defeito de vontade e/ou representação, que o ordenamento supre com integração” (CAMINHA; LIMA, 2014, p. 166).

Ainda segundo Caminha e Lima, a incompletude deliberada cria mais duas subespécies de incompletude: inicial e sucessiva. Aquela é “mais frequente nos contratos de execução diferida”; já essa causa uma modificação “no conteúdo preexistente do contrato, demonstrando que a determinação do objeto contratual não é uma atividade estática, mas sim dinâmica” (2014, p. 168). Sintetizando a teoria dos contratos incompletos, Salama e Posner asseveram que:

A literatura dos contratos incompletos foca-se em dois tipos de incentivo que temos discutido: o incentivo para investir (ou “dependência”) e o incentivo para executar ou descumprir. Um contrato eficiente ou “primeiro melhor” atinge dois objetivos: garante que o vendedor cumpra o contrato quando seu custo é menor que a valoração do comprador, e não o contrário (“negócio/troca eficiente”), e garante que o comprador (e/ou vendedor) invista a quantidade certa (“investimento eficiente”) (POSNER, SALAMA, 2010, p. 49).

⁵⁷ Cooter e Ullen disseram que algumas situações não são previstas em contrato, de forma deliberada, considerando que a possibilidade de ocorrência de determinado fato é tão baixa que os custos de transação de negociação dos termos ultrapassariam o benefício marginal da previsão em contrato (COOTER, ULLEN, 2010, p. 223).

No entanto, “o foco no problema da incompletude contratual” levou os acadêmicos a negligenciarem “uma questão igualmente importante: como as partes manejam os custos de criar o contrato incompleto e determinar o seu enforcement?” (SCOTT; TRIANTIS, 2006, p. 816-817).

A teoria da incompletude contratual deve ser estudada não somente sob um viés acadêmico, que determina e demonstra suas causas e consequências lógicas, jurídicas e econômicas: ela deve ser utilizada como premissa para a elaboração de contratos, fazendo convergir a teoria com a prática, para entender as melhores formas de se manejar um instrumento contratual, prever suas cláusulas, incentivos e penas.

Em suma, o que possui o condão de transformar a relação de agência em um problema são os custos de agência, a incompletude contratual e a questão dos incentivos, e convergência de interesses – e são esses problemas que este estudo busca resolver, demonstrando o que pode ser uma forma mais eficiente de arquitetura contratual, que trabalhará em conjunto com a governança corporativa

No mesmo sentido, Jensen e Meckling ensinam que o que importa ao problema de agência é a “especificação dos direitos individuais que determinam quais custos e recompensas serão alocados entre os participantes na organização” (JENSEN, MECKLING, p. 308, 1976).

Assim, o problema do comportamento oportunista surge pela soma dos fatores custo de agência e falha contratual.

Considerando que a governança vem apresentando uma evolução exponencial em sua técnica, nos resta demonstrar como utilizar o contrato como instrumento auxiliar de prevenção de conflitos de interesses.

Também por isso é necessária a abordagem econômica: determinar a alocação ótima de custos e recompensas em uma relação negocial não é tarefa possível para o dogmatismo jurídico puro.

Para entender a melhor forma de confecção de instrumentos contratuais, é necessário abordar a teoria do *Contractual Design*.

7.1. Contractual Design

O mundo ideal nos traria a ideia de um contrato autoexecutável, sem custos de transação e com a certeza do comportamento que será tomado pela outra parte. Segundo North, isso só tende a acontecer quando “os benefícios de cumprir os contratos excedem os custos de não o fazer” (NORTH, 1990, p. 55). Todavia, nem sempre os custos são verificáveis, o que obriga a retomada da discussão sobre assimetria de informações, seleção adversa e incompletude contratual.

Os principais obstáculos para a aproximação máxima entre um contrato e sua completude são os “altos custos de transação e altos custos de *enforcement* (ou verificação)” (SCOTT, TRIANTIS, 2005, p. 01). No entanto, antes de adentrar à teoria do Design Contratual, é necessário especificar dois importantes termos: (i) *Front-End Costs*, que são os custos de transação para fazer o contrato, prever eventuais contingências e determinar quais os comportamentos esperados em qualquer tipo de situação futura. Nesse caso, os custos são atribuídos ao início da relação e confecção contratual; e (ii) *Back-End Costs*, que são os custos de *enforcement* contratual, principalmente quando há *standards* que necessitam da análise do julgador para determinar se dada conduta foi ou não ilícita, dentro do escopo da contratação. Os custos são então incorridos ao final da contratação.

Outra matéria importante para o entendimento da teoria é a diferença entre os conceitos de “normas” e “*standards*”, complementando o que foi dito acima. As normas “exigem ou proíbem comportamentos específicos”, enquanto os *standards* “deixam a determinação precisa de seu cumprimento aos julgadores depois do fato” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 85).

Assim, as regras se enquadram nos *Front-End Costs*, já que, para exigir ou proibir determinado comportamento, as partes auferem custos de informação e previsão de fatos. Elas podem, por exemplo, prever que na hipótese da situação X, a conduta do diretor deve ser Y, pois senão haverá uma multa de Z ou demissão etc. Os *standards*, por sua vez, representam os *Back-End Costs*. Uma cláusula que preveja que “o diretor deve agir de forma honesta” terá seus custos incorridos ao final do contrato, visto que é o julgador que determinará se a conduta foi honesta ou não. Portanto, como demonstrado, as normas de Deveres Fiduciários são *standards*, porque preveem padrões de comportamento que somente poderão ser verificados ao final.

No entanto, esses últimos custos são igualmente altos, “devido à dificuldade de observação e verificação, pelos julgadores, sobre informações privadas conhecidas apenas pelas partes” (SCOTT, TRIANTIS, 2005, p. 02).

Vejam os o artigo 153 da Lei n. 6.404/76 (“LSA”):

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

Reiterando o que foi dito, os termos “cuidado e diligência” são subjetivos. O legislador, neste ponto, optou por esta redação com o intuito de que a eventual conduta “não diligente” seja auferida *ex-post*, pelo juiz ou árbitro. O custo *back end*, portanto, é caro, pois o entendimento dos julgadores pode ser comprometido por não terem o conhecimento de todos os fatos da negociação. O custo *front-end*, por sua vez, é igualmente dispendioso, haja vista a impossibilidade de que os contratantes prevejam especificamente o que será a conduta diligente em toda e qualquer situação que possa vir a ocorrer.

Em outras palavras, sintetizando a ideia, a “importante distinção entre *front* e *back-end costs* é que eles são separados pela resolução da incerteza”, ou seja, “o *front end* é redigir o contrato, e o *back end* é uma disputa judicial que surge ao fim do contrato, sendo a derrota uma proposição para alguma das partes” (SCOTT; TRIANTIS, 2006, p. 823).

O desafio, então, é manejar o contrato entre cláusulas *back-end* e *front-end costs*, buscando um ponto de balanceamento perfeito de distribuição entre custos de transação e *enforcement*, diminuindo, assim, os custos totais da contratação e incentivando as partes a se comportarem conforme o esperado.

A Teoria do *Design* Contratual pode ser uma aliada na solução deste problema. Para Monteiro (2020), a teoria do *design* contratual apresenta o conceito de que “o contrato deve se amoldar, de forma anatômica, às operações econômicas (aspecto econômico e social) desejadas (tutela da vontade)”. Em outras palavras, “o contrato é um artefato a serviço da economia e da circulação de riquezas” (MONTEIRO, 2020, p. 227).

O design contratual, portanto, poderá nos auxiliar a, como já dito, encontrar um ponto otimizado entre as escolhas de *standards* e normas na elaboração dos contratos.

Tendo isso em mente, deve-se considerar que a negociação eficiente se dá quando “o valor do desempenho trocado para o comprador excede o custo do desempenho para o vendedor”. Tal qual no exemplo do capitão do navio, disposto na introdução deste trabalho, “as partes contam (ou investem) de forma eficiente quando sua confiança maximiza o excedente esperado do contrato líquido de custos de confiança” (SCOTT, TRIANTIS, 2006, p. 816). Assim, para operacionalizar a maximização do “excedente esperado do contrato líquido de custos de confiança”, é importante que o operador incumbido da confecção do contrato tenha ciência de estratégias a serem aplicadas.

Dessarte, ao encontrar a combinação ótima entre *front-end* e *back-end costs*, “as partes podem minimizar os custos contratuais atingindo o nível de incentivos desejado”. Em outras palavras, “as partes podem encontrar os maiores níveis de incentivos otimizando a alocação de seus ‘investimentos’ entre as cláusulas *front* e *back-end*” (SCOTT, TRIANTIS, 2005, p. 03).

Assim, a teoria do *Contractual Design* é uma vertente plausível quando se possui o intuito, integrado nesta dissertação, de se afastar do contrato como mero instrumento dogmático, para utilizá-lo como instrumento de incentivos econômicos, considerando, novamente, a racionalidade e falhas cognitivas das partes, intrínsecas à economia de mercado.

Necessário entender, por conseguinte, como amoldar o contrato ao comportamento (in)esperado das partes numa relação de principal/agente, visando a máxima cooperação e mitigar ao máximo os custos de transação ou de agência.

Esta tarefa é facilitada se entendermos, brevemente, como determinadas imposições e cláusulas influem nas decisões e no sopesamento entre custo e benefício de determinada conduta por um dos contratantes.

7.2. A Racionalidade Dos Agentes e Arquitetura Contratual

Para entender como e por que instrumentos contratuais podem ser instrumentos de (des)incentivos aos agentes, é necessário, antes, entender como determinado conjunto de normas, ou a falta delas, implica o comportamento do indivíduo. No mesmo sentido, Melo e Fucidji apontaram de forma acertada que “o pressuposto de racionalidade está no núcleo duro de qualquer teoria que tem o objetivo de compreender a tomada de decisão dos agentes econômicos” (2016, p. 21).

Em contraposição à Economia Clássica e ao Positivismo Jurídico, como já dissemos, para resolver um problema que envolve tomada de decisão na prática, não basta discutir dogmática pura, ou assumir que o indivíduo é racional e tomador de decisões previsíveis. Deve-se, primeiro, estudar a realidade de mercado e racional daqueles que o compõe. Isto se dá porque a racionalidade consiste, para a economia, na forma como os indivíduos ordenam suas preferências em cenários com diversas escolhas e consequências para cada uma delas.

Neste sentido, a afirmação converge com o que já dissemos várias vezes: é necessária uma análise por intermédio da TCT, da TA e da AED para que se possa entender como incentivar as partes por meio de normas jurídicas, para que a preferência de escolha do principal seja a mesma da escolha do agente. Se as escolhas do principal são a de aumentar o valor da

companhia em longo prazo, e a do agente é de obter lucros pessoais, os interesses não estão alinhados.

Nesta toada, o professor Giovani Alves consigna que a Economia dos Custos de Transação – uma das principais construções da NEI – substituiu o já citado *homo economicus* pelo homem contratual: o sujeito limitadamente racional e caracterizado pelo oportunismo em suas escolhas (ALVES, 2019, p. 19). Dito isto, temos que ter por pressuposto que o indivíduo – o agente em nosso caso – vai agir, em sua racionalidade, de forma oportunista.

Como exemplo, algumas situações em que o comportamento, supostamente maximizador de bem-estar – e oportunista – dos agentes, parecem ter efeitos indesejáveis a si mesmos – tal qual o problema da seleção adversa,

Os arranjos jurídicos *ex ante* ou *back-end costs* podem ser utilizados para mitigar os problemas de agência se implantados de maneira correta, dando mais certeza de que o agente agirá de forma a maximizar os interesses dos principais. Uma premissa importante, convergindo com o exposto no capítulo 6, parte da afirmação de que os contratos de agência servirão para implantar sistemas de compensação, retaliação, riscos e vontade de cooperação.

A vontade de cooperação, por conseguinte, pode ser entendida como a finalidade dos incentivos gerado pelas demais variáveis citadas no parágrafo acima, e é matéria extremamente importante para ser levada em consideração a fim de mitigar ao máximo possível os problemas de agência.

Axelrod traz algumas ideias, baseando-se na conhecida teoria dos jogos, que darão incentivos suficientes para o agente não agir oportunisticamente. Por exemplo, ele demonstra potenciais circunstâncias que ensejam a efetiva cooperatividade entre principal e agente: (i) crença de que os ganhos futuros serão superiores aos imediatos; (ii) divisão da obrigação em partes menores; (iii) aptidão de reconhecer os atos praticados; (iv) reciprocidade; e, mais importante (v) alteração de *payoffs* e recompensas (MARIANO, 2018, p. 102).

Em síntese, conforme ensina Axelrod (1984), a cooperação mútua pode ser alcançada se o futuro é suficientemente mais importante do que o presente. Ou seja, deve-se convencer o agente de que os ganhos futuros superarão os ganhos imediatos e oportunistas. Porém, é uma imposição difícil, pois o agente tem ciência de que uma imprevisão (falência, falecimento etc.) poderá, amanhã, acabar com a relação comutativa – e, por isso, ele prefere receber seu incentivo hoje.

A constatação de que “o agente prefere receber um benefício hoje que o mesmo benefício amanhã leva a concluir que “nenhuma forma de cooperação é estável quando o futuro não é mais importante do que o hoje” (AXELROD, 1984, p. 126-127). Para estrategicamente resolver

a questão, deve-se alterar incentivos e *payoffs* em decisões, e ter em mente que as duas principais formas para isso são, em remissão à Axelrod, fazendo com que o que devir pareça mais importante do que o ser e “tornando as interações mais duradouras e frequentes” (1984, p. 126-127).

Ademais, o problema da confiança mútua não existe somente quando uma parte desconfia do comportamento da outra, mas também quando se desconfia do futuro. Por exemplo, pode surgir na crença, por parte do agente, neste caso, de que a companhia pode “quebrar” ou não honrar suas obrigações financeiras. Ou seja, existe uma probabilidade de não receber seu dinheiro amanhã – ou seja, um risco⁵⁸.

Se na natureza e nas relações humanas é praticamente impossível haver 100% de probabilidade de ocorrência de um evento, então o risco é inerente a toda e qualquer atividade ou evento que possa ocorrer no universo⁵⁹. Este é outro motivo pelo qual deve haver formas de governança e de contratos fortes o suficiente para incentivar o agente de que ele aumentará seu bem-estar confiando, ou sendo forçado a confiar, no crescimento na Companhia e não em sua bancarrota.

Interpretando lógico-sistematicamente as informações, conclui-se que outra razão que leva ao comportamento oportunista é a aversão ao risco. Logo, deve haver um instrumento de acordo com o “princípio do contrato para coordenação”, a fim de mitigar os custos de transação e de agência, alinhar os interesses das partes e impor a cooperação, tornando a transação preferível para ambas as partes.

Como disseram Cooter e Schafer, “o direito deve tornar as pessoas capazes de se comprometer com sua palavra” e, assim, ao ser adotado “as pessoas podem confiar umas nas outras o suficiente para trabalharem juntas, mesmo quando valores monetários estão envolvidos” (2017, p. 108).

Como já visto, no entanto, a atual natureza de conhecimento humano, conjugado com custos de transação, monitoramento etc., torna árdua a tarefa de fazer com que os agentes tenham confiança de que o futuro será mais importante do que o presente e que os contratantes confiem uns nos outros em forma mútua e ótima, mesmo com a existência de instituições fortes (como

⁵⁸ Risco é um termo que utilizamos para descrever a situação em que “a probabilidade de um evento ocorrer for menos que 100%”. Em um “contexto determinístico”, o risco inexistente quando “a probabilidade de um evento for 100%” (ASSAF NETO, 2012, p. 206).

⁵⁹ Apenas para referenciar a informação, Brian Greene diz que “de acordo com as leis quânticas, mesmo que se logre determinar com a maior precisão possível ao estado em que as coisas se encontram no dia de hoje, **o máximo que se pode esperar é uma previsão das probabilidades do estado em que elas estariam em algum momento do futuro ou do passado. Segundo a mecânica quântica, o universo não está gravado no presente. Segundo a mecânica quântica, o universo participa de um jogo de azar** (GREENE, 2005, p. 20 – grifo nosso).

instituições de comportamento convergidas com instituições leis e regulatórias, tais como governança corporativa e direito societário, *standards* e normas, incentivos e desincentivos etc.).

No entanto, é cediço que as “alterações nas estruturas de governança”, cuja evolução se dá cada vez mais rápido, sugerem a “consolidação do contrato como ferramenta para a redução de riscos, por permitir que as partes se ajustem às necessidades comuns”, criando “um ambiente favorável à redução dos custos de transação” (RIBEIRO; ROCHA; CZELUSNIAK., 2017, p. 54).

Se o contrato deve ser estudado à luz da racionalidade das partes, tentando-se prever qual será a decisão a ser tomada por elas, não há como distanciar a análise da Teoria dos Jogos⁶⁰ e não a aplicar na formulação do negócio. Se para Axelrod (1984), a alteração de *payoffs* é uma das mais importantes estratégias para o alinhamento de interesses, essa alteração pode ser operacionalizada pela aplicação e implicação da teoria dos jogos⁶¹.

A Teoria dos Jogos possui diversas vertentes, mas nos ateremos apenas àquela que, ao nosso ver, mais importa a este estudo: “os jogos mistos”. Eles são aplicáveis quando “a cooperação é vantajosa para os dois jogadores, mas em que é ainda mais vantajoso para um ser cauteloso em relação ao outro, enganá-lo, desde que o outro não faça o mesmo, pois isso põe fim à cooperação” (MACKAAY, ROSSEAU, 2015, p. 45).

Para nos embasarmos nessa teoria para a confecção de arranjos contratuais que visem incentivos e coordenação entre as partes, é imperioso destacar o clássico exemplo do “Dilema do Prisioneiro”. Formulado em 1950 por Tucker Poundstone, pode ser resumido da seguinte forma: dois criminosos (A e B) são colocados em duas salas separadas na delegacia para serem interrogados. O policial dá, a eles, duas opções: se A entregar B, B será condenado a 3 (três) anos de prisão e A sairá livre (a recíproca é verdadeira). Agora, se A e B se mantiverem em silêncio, ambos serão condenados a 1 (um) ano de prisão. E, se A e B se acusarem reciprocamente, ambos serão condenados a 2 (dois) anos na cadeia. A melhor solução para ambos seria o silêncio recíproco. Porém, “a estrutura do jogo impede essa solução. O que der o primeiro passo neste sentido, será explorado pelo outro” (MACKAAY, ROSSEAU, 2015, p. 58).

⁶⁰ Mackaay e Rosseau indicam que a denominação correta seria *teoria das interações estratégicas*, visto que o nome *teoria dos jogos* pode dar um ar lúdico à matéria (MACKAAY, ROSSEAU, 2015, p. 43).

⁶¹ Ainda citando Mackaay e Rosseau, é interessante a afirmação de que, sobre a teoria dos jogos, Elster (1989, p. 250) afirmou que corrobora o conceito de “Ordem Espontânea”, emanado por Hayek. Neste sentido “entende-se por ordem espontânea [...] as regularidades em sociedade ou as sequências de eventos que não são nem (1) produtos de uma deliberada construção humana; nem (2) estão na ordem dos fenômenos puramente naturais” (Elster, 1989, p. 250).

Como, então, incentivar a outra parte a ter um comportamento cooperativo e coordenado? Na agência, pode-se aproximar de tal fim a partir de um contrato bem formulado, impondo normas *front end costs*, levando em conta as premissas acima.

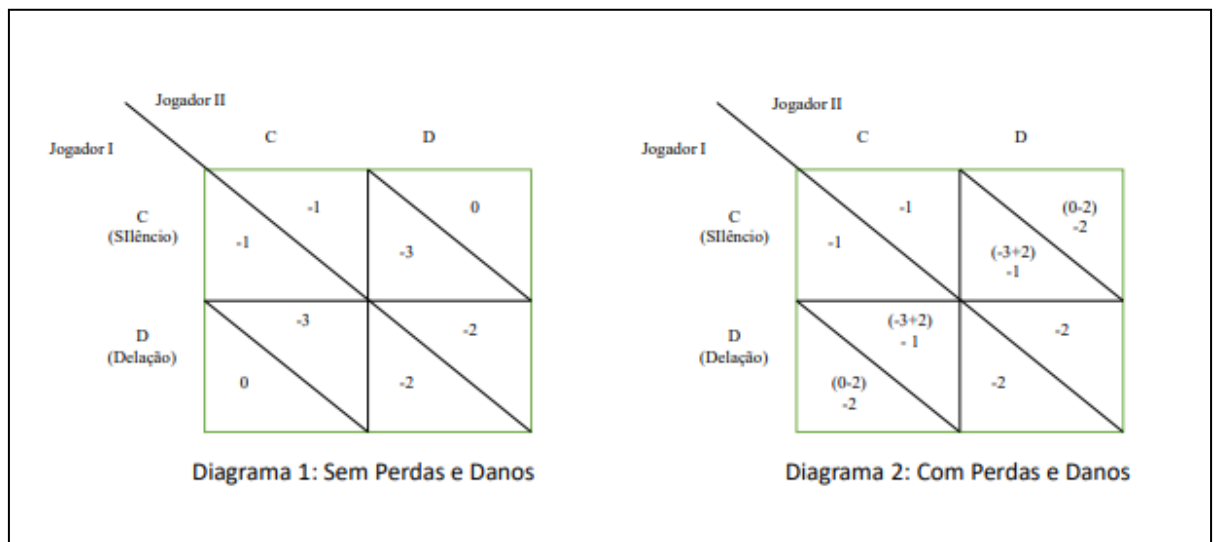
Segundo Eltz⁶², “na linguagem da teoria dos jogos, um comprometimento eficaz transforma a matriz de *payoffs* do jogo de um equilíbrio de não cooperação em um jogo com um equilíbrio de cooperação, que é mais produtivo” (apud COOTER; ULEN, 2016, p. 108).

Um contrato que preveja perdas e danos, por exemplo, pode extinguir qualquer ganho que tenha advindo de um comportamento oportunista. Mackaay e Rosseau dão um exemplo e formulam um diagrama que demonstra como ficaria a situação caso o *não-cooperativo* fosse condenado a reparar o dano, “quer dizer, a repor o outro na posição que teria ocupado se as promessas recíprocas tivessem sido honradas” (MACKAAY; ROSSEAU, p. 59).

Assim como no exemplo sem contrato, a melhor solução seria o silêncio recíproco. No entanto, introduzindo-se *payoffs*, aquele que agir de maneira oportunista pioraria a sua própria situação.

Vejamos o diagrama a seguir:

FIGURA 1– PAYOFFS ENTRE CONTRATOS COM E SEM PERDAS E DANOS



Fonte: Mackaay; Rosseau, 2015, p. 58-59.

A partir da figura, concluímos que os incentivos e *payoffs* guiam o agente a tomar uma decisão cooperativa ou não.

Por outro lado, as normas de (auto)regulação da governança corporativa, ao que nos parece, não oferecem aos *players* os incentivos e *payoffs* necessários para incentivar ou não

⁶² Nota do tradutor em nota de rodapé do livro referência (COOTER; ULEN, 2016, p. 108).

determinado comportamento. Como dissemos, estas regras e os contratos devem ser instrumentos auxiliares e conjuntos, já que a forma de negócio e incentivo deve ser feito de forma estratégica e, neste tipo de relação, a estratégia deve ser colocada em um contrato particular.

A relação de agência é um jogo, portanto, em que os principais e agentes podem ter diferentes incentivos e anseios futuros. As decisões de agir de forma oportunista, ou não, são movimentos sequenciais em que uma das partes “calcula”, por intermédio da sua racionalidade limitada”, qual será a resposta dada a determinada escolha de comportamento.

Segundo Avinash Dixit e Barry Nalebuff, o princípio geral destes jogos – de movimentos sequenciais – “é de que cada *player* deve descobrir as respostas futuras dos outros, e usá-las para calcular seu melhor movimento”. Esta ideia, segundo os autores, é tão importante que vale a pena codificá-la em uma “regra básica de comportamento estratégico: Regra nº 1: *Look ahead and reason back*” (DIXIT; NALEBUFF, 1994, p. 37).

Neste momento, parece-nos claro que a teoria dos jogos e o pensamento estratégico estão “intimamente ligados ao *design* contratual, na medida em que pode – e deve – ser aplicada racionalmente quando de sua redação estratégica”. Assim, por intermédio de instrumentos contratuais, “é possível antecipar e/ou traçar implicações de antecipar a renegociação do contrato em caso de conflito. E esse é o ponto de intersecção da [...] teoria dos jogos com a teoria do *contract design*” (MONTEIRO, 2020, p. 233).

Diversas são as formas de soluções desse dilema. Todavia, não pretendemos, por enquanto, por conta da limitação teórica deste trabalho, aprofundá-los. Serviram, aqui, para demonstrar a racionalidade e a importância de um arranjo contratual bem desenhado, embasado pelas teorias da agência e dos jogos. Ora, a utilização da teoria dos jogos em combinação com a teoria da agência, unindo estratégia, antecipação de movimentos, incentivos e *payoffs*, concede às partes os limites das tomadas de decisões. E isso pode ser utilizado como forma de mitigar comportamentos oportunistas por parte dos agentes, ainda mais se somadas a mecanismos que coloquem o coloquem em risco de ser flagrado em caso de desonestidade (mecanismos de controle e fiscalização, no caso). Repetindo o defendido: eis a importância das cláusulas *front end* e *back end costs*, e incentivos *ex ante* e *ex post* em conjunto.

Dito isto, as premissas das tomadas racionais de decisão mediante um ambiente que concede determinados incentivos nos auxiliarão a entender o estudo do caso a seguir, bem como a analisar as falhas institucionais e contratuais que possibilitaram a prática da fraude contábil pelos diretores da companhia em questão.

Por intermédio de uma abordagem racional e dedutiva, buscaremos diferenciar os incentivos concedidos pelas normas e por eventuais cláusulas contratuais, diferenciando-os e prognosticando quais poderiam ser as consequências em cada tipo de estrutura escolhida.

8. ANÁLISE DE CASO CONCRETO: GOVERNANÇA CORPORATIVA E FRAUDES ADMINISTRATIVAS

Diante do exposto no capítulo anterior e considerando o caráter pragmático da resolução que se busca propor neste estudo, é necessário convergir os temas teóricos aos estudos de caso reais aplicados. Só poderemos confirmar a necessidade de formulação de instrumentos contratuais estratégicos analisando se as companhias estudadas possuem, ou não, mecanismos de controle e fiscalização em sua estrutura corporativa.

Já demonstramos que, entre os anos de 2000 e 2019, segundo a Associação Brasileira de Jurimetria, 38,4% dos casos julgados pela CVM têm como origem ato ilícito praticado pelo Diretor; 19,5%, pelo Conselho, e 5,4%, pelo administrador. Ou seja, 63,3% dos casos são potencialmente gerados por conflitos de interesse entre o decisor e o principal. Mais especificamente, 11% dos casos representam descumprimento do dever de diligência; 9,4%, falha das Demonstrações Financeiras; 5,5%, falha no dever de informar; 5,2%, falha no dever de lealdade; 4,7%, desvio de poder pelos administradores; 4,1%, abuso de poder pelos administradores; 3,4%, operação fraudulenta, e 1,2%, falha na fiscalização da gestão dos diretores.

Como afirmamos, como base do método de estudo desta dissertação, há a premissa de que a teoria deve prever o comportamento dos indivíduos e, nesta situação, *a priori*, o caso que estudaremos, em conjunto com os dados publicados pela Associação Brasileira de Jurimetria, confirmam a problemática aqui levantada: os mecanismos de controle e fiscalização, utilizados de forma isolada, não incentivam de forma ótima o agente a não agir de forma oportunista

A partir do caso estudado apontaremos, de forma geral, como um contrato como instrumento auxiliar ajudaria a mitigar o problema.

A importância de se analisar um caso concreto é confirmada por Pargendler (2013) ao dizer que “tanto juristas como cientistas sociais reconhecem, hoje, o valor dos estudos de caso como complementos valiosos para pesquisas [...] quando se tem por objetivo a análise de fenômenos tão complexos e multifacetados quanto os sistemas jurídicos.”

Assim, a escolha do caso a ser analisado tem como base o fato de que: (i) a companhia possuía, *a priori*, uma boa estrutura de governança; (ii) estas estruturas de governança, também *a priori*, não foram suficientes para mitigar conflitos e fraudes, pois deixaram de levar em consideração a racionalidade dos agentes em sua *choice theory* no momento de elaboração dos contratos; e (iii) é caso de grande repercussão midiática.

O estudo de caso será dividido em 4 (quatro) levantamentos: (i) existiam estruturas de governança? (ii) fatos e fundamentos do caso; (iii) existiam cláusulas *front end costs* e incentivos *ex ante*?; (iv) como os principais poderiam, neste caso concreto, ter incentivados os agentes – seja por governança, seja por contratos – a não agirem de forma desleal.

8.1. Banco Panamericano S.A.

O Banco Panamericano S.A. era o braço financeiro de um dos grupos empresariais mais ricos do Brasil. Segundo Peleias et al., em 2009, o grupo “possuía 34 (trinta e quatro) empresas [...] com faturamento de R\$ 4,7 bilhões e patrimônio do conglomerado de R\$ 2,7 bilhões” (2012, p. 02). A instituição, sozinha, conforme auferido pelas demonstrações financeiras, evitou que “o grupo tivesse prejuízo nos anos de 2006 a 2009”, quando o banco “obteve lucro líquido de R\$ 716,7 milhões, enquanto o grupo auferiu prejuízo de R\$ 678 milhões” (PELEIAS et al., 2012, p. 02).

Em síntese, tratava-se de uma instituição financeira, de capital aberto, autorizada a funcionar pelo BACEN “desde 14 de novembro de 2007, com registro da Comissão de Valores Mobiliários – CVM” (PELEIAS et al., 2012, p. 118). Trata-se, portanto, de uma grande e importante instituição financeira no mercado brasileiro.

Sobre suas estruturas de governança, fiscalização e controle, constata-se que a instituição era listada no Nível 01 de Governança da B3 (antiga BM&FBovespa), possuía conselho fiscal, comitê de auditoria, auditoria interna e externa. Ou seja, todas as estruturas de governança de que tratamos no capítulo 8 deste trabalho. A sua listagem na B3 ainda impunha regras mais rígidas de governança corporativa do que aquelas anteriormente tratadas.

Vejamos as exigências impostas pela Bolsa a companhias listadas nesta categoria:

QUADRO 2 – Exigências para Listagem Conforme Segmentação da B3

Nível 1
<ul style="list-style-type: none"> - Manutenção de um percentual mínimo de 25% de ações em free float; - Realização de esforços para dispersão acionária; - Conselho de administração com no mínimo 5 (cinco) membros, com mandato unificado de até 2 (dois) anos; - Vedação a acumulação de cargos: presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo da companhia pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão); - Reunião pública anula presencial obrigatória;

- Disponibilização do Calendário de eventos corporativos;
- Divulgação de informações adicionais: política de negociação de valores mobiliários e código de conduta

Fonte: Albuquerque; Alabanez, 2019, p. 07.

Mesmo com estruturas de governança mais rígidas, não foi possível evitar uma das maiores fraudes contábeis do Brasil. Inclusive, a instituição financeira foi auditada e passou pelo crivo de diversas contrapartes, órgãos reguladores e auditores, sem que fossem encontrados os indícios dos desvios. Segundo Peleias et al., ainda sobre as análises e auditorias realizadas sobre o banco:

Possui auditoria interna própria e, até 2010, era auditado pela Deloitte – uma das Big N7. Possui comitê de auditoria, conselho fiscal e realizou abertura de capital há três anos, após a análise de três bancos coordenadores, o UBS Pactual (na época), o Bradesco BBI e o Itaú BBA. Na venda de parte do capital à Caixa, foi avaliado pelo Banco Fator, passou por auditoria especial da KPMG e por uma 2ª opinião da BDO. A regulação envolveu aprovações do BACEN e da CVM. Todos os dados analisados pelos órgãos de supervisão e fiscalização, pelas empresas de auditoria e de consultoria, foram gerados pela contabilidade, usando os sistemas do banco e aprovados, em primeiro lugar, pela diretoria do Panamericano. (PELEIAS et al., 2013, p. 121)

Como uma das principais atividades do Banco Panamericano era a “cessão de sua carteira de operações de créditos para outros bancos e para FIDCs”, no ano de 2010, quando a instituição financeira “anunciou que seu controlador iria aportar R\$ 2.5 bilhões na instituição, recurso obtido em empréstimo junto ao Fundo Garantidor de Crédito”, o BACEN, então, percebeu as inconsistências contábeis e instaurou processo de apuração (PELEIAS et al., 2012, p. 02).

O caso, na CVM, tornou-se o Processo Administrativo Sancionador CVM 01/2011⁶³. O PAS foi proposto com base nas supostas fraudes nas demonstrações contábeis da companhia, conforme auferido pelo BACEN, com o intuito de receber vantagem pecuniária, acarretando conduta de descumprimento dos deveres fiduciários e abuso do poder de controle. Conforme as apurações do Banco Central, “o Panamericano mantinha em seu balanço, como ativos, carteiras de crédito já vendidas a outros bancos, além de duplicar registros de venda de carteiras, conseguindo, com isso, manter em balanço, ativos e créditos fictícios para inflar seus resultados”⁶⁴.

⁶³ Disponível em:

<[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/012011_Banco_Panameri canocx.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/012011_Banco_Panameri%20canocx.pdf)>. Acessado em 20 mar. 2022.

⁶⁴

Disponível

em:

<http://www.transparenciaegovernanca.com.br/TG/index.php?option=com_content&view=article&id=134&Itemid=135&lang=br>. Acessado em 20 mar. 2022.

A seguir, a ementa da decisão publicada pela CVM, corroborando o detectado pelo BACEN:

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. Para tanto, acusou-se: (i) contabilização irregular de ativos e receitas, e ausência de registro de obrigações; (ii) ausência de registro de obrigações em período anterior ao IPO; (iii) manipulação da rubrica de PDD (provisão para devedores duvidosos), e (iv) deficiências nos controles internos. Segundo o julgado, “o referido Diretor utilizava esse procedimento no intuito de atingir metas e, com isso, receber bônus” (BRASIL, 2018, p. 14).

Conforme as falas do Sr. Alvim Hoffman, diretor de fiscalização do Banco Central do Brasil à época, “a fraude ocorreu porque o Panamericano continuava lançando, em seus ativos, as carteiras de crédito e as receitas que não lhes pertenciam, pois tinham sido vendidas a outros bancos, via cessão de crédito”. Ademais, “um dos artifícios usados para encobrir a fraude das fiscalizações era o pagamento de Imposto de Renda sobre ‘ganhos’ obtidos com as carteiras já vendidas” (PELEIAS et al., 2012, p. 120).

Em acordo com o relatório da CVM, o Bacen também concluiu que “uma hipótese para essa ‘engenharia’ seria de melhorar os resultados e a liquidez do Panamericano, por conta da crise financeira internacional de 2008”. Porém, mais importante seria, “era aumentar o bônus dos administradores, vinculados ao desempenho do banco, por agressiva distribuição de lucros”. (PELEIAS et al., 2012, p. 120).

Em paralelo, necessário realizar uma análise do contrato particular existente entre os diretores e a companhia.

Considerando a impossibilidade de acesso e a suposta inexistência de documentos formalizados⁶⁵ entre a companhia e os diretores, principalmente sobre a remuneração⁶⁶, iremos focar nosso estudo contratual sobre a cláusula ou acordo de remuneração.

Em síntese, conforme retirado do relatório do Processo Administrativo Sancionador em tela, temos algumas premissas:

1. 10% de tudo o que o grupo obtém de lucro era distribuído entre os diretores;
2. Os diretores constituiriam pessoas jurídicas com o único propósito de receber estas remunerações;
3. O presidente do Conselho de Administração aprovava os pagamentos com base nos resultados apresentados nos balanços;
4. O presidente do Conselho de Administração tinha prerrogativa de determinar o pagamento de gratificações por fatos excepcionais;

Em paralelo, para evitar descarar a infringência ao artigo 152 da Lei n. 6.404/1976, parte dos valores recebidos pelos diretores eram pagos pelo Banco Panamericano a outra empresa, mediante emissão de nota fiscal, que depositava os bônus das contas bancárias de titularidade das pessoas jurídicas constituídas pelos diretores.

Percebemos, nesta análise, que as estruturas de governança não foram suficientes para descobrir as fraudes em tempo hábil, bem como a existência de incentivos aos Diretores para que perpetrassem gerenciamentos de resultados com vistas à maximização de seu próprio bem-estar, em detrimento dos principais. Inclusive, matéria publicada no veículo “Transparência e Governança”, chama atenção o fato de que, “mesmo tendo o banco auditoria interna própria, e sendo auditado externamente pela Deloitte”, além de contar com “comitê de auditoria, conselho fiscal” e ter “passado por um processo de abertura de capital três anos antes da descoberta da fraude”, bem como ter sido avaliado pelo Banco Fator e passado por “uma auditoria especial da KPMG”⁶⁷.

⁶⁵ O próprio relatório de julgamento aponta que “a política para pagamento de remuneração variável a administradores baseada nos lucros e resultados do Banco Panamericano teria sido ilícita, visto que não teria sido deliberada em assembleia, tampouco informada no Formulário de Referência” (BRASIL, 2018, p. 33)

⁶⁶ De fato, analisando-se as atas de assembleias gerais do Banco Panamericano, formalizadas entre os anos de 2009 e 2016, não constam informações ou acordos sobre remuneração variável. Pelo contrário, verifica-se na “Proposta da Administração”, enviada aos acionistas e aprovada na AGE realizada em 02/06/2011, que “a remuneração do Conselho de Administração é composta exclusivamente por pró-labore mensal [...] não havendo outros elementos, sejam eles de remuneração variável, benefícios ou incentivos de longo prazo.” O documento da “Proposta da Administração” pode ser visualizado em: <https://ri.bancopan.com.br/ListGroup/Download.aspx?Arquivo=9D0xETF1YtL1+eat8CprCw==&IdCanal=tJkz2j0lccceKnMvyzLu5A==>. Acesso em 19 abr. 2022.

⁶⁷ Disponível em:

<http://www.transparenciaegovernanca.com.br/TG/index.php?option=com_content&view=article&id=134&Itemid=135&lang=br>. Acessado em 03 mar. 2022.

Esse fato comprova, *a priori*, nossa hipótese de que mesmo que as estruturas de governança sejam implantadas de forma robusta, o custo de informação é tão alto que nem os principais, e nem os auditores, conseguem vislumbrar eventuais fraudes em tempo hábil, ou seja, em lapso temporal curto o suficiente para evitá-la antes dos prejuízos incorridos por ela. Eis o motivo pelo qual devemos pensar em instrumentos para auxiliar o alinhamento de incentivos, além dos instrumentos de controle e retaliação que já eram amplamente utilizados pela instituição financeira.

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, mesmo a companhia englobando uma ampla gama de estruturas de governança corporativa.

No caso, portanto, é clara a existência do conflito de agência: de um lado o interesse do diretor da companhia em inflar os resultados e, com isso, aumentar o seu bônus; de outro, o interesse dos acionistas minoritários em possuírem informações precisas e transparentes sobre a saúde financeira da entidade.

O incentivo, no caso, proposto pelos representados para que o diretor atuasse com vistas ao sucesso em longo prazo do empreendimento era o recebimento de bônus por resultados.

Essa forma de bonificação pode, realmente, fazer com que o diretor se comporte da maneira esperada. No entanto, levando em consideração a racionalidade e a maximização do bem-estar, o incentivo maior foi para que se comportasse de forma oportunista e ilícita. Se os balanços fossem inflados, os bônus seriam maiores. Como os representados não possuíam as informações necessárias – e por ser muito custoso adquiri-las – era fácil perpetrar este tipo de fraude.

Em depoimento à Polícia Federal, um dos contadores do Grupo Controlador do Banco Panamericano disse o seguinte:

Parece que eles (diretores) tiveram comissões e bônus altíssimos. O então diretor financeiro parece que recebeu R\$ 7,5 milhões em 2009 e o então presidente tinha lá R\$ 10 milhões, que eu não sei se era do então presidente ou se era do então diretor financeiro, eu não vi, porque era uma relação que uma pessoa estava falando comigo. Fora o salário deles (PELEIAS et al., 2012, p. 122).

O erro estratégico dos principais foi, nos parece, oferecer bônus pelos lucros obtidos, observados em Balanço Patrimonial, autorizados discricionariamente por um dos próprios diretores.

Como já dissemos, um agente racional consideraria três variáveis para tomar a decisão de praticar, ou não, determinada fraude, considerando o benefício do crime, a severidade da pena e a probabilidade de aplicação desta pena.

Além disso, já se afirmou que o agente prefere um benefício hoje ao mesmo benefício amanhã, e isto pesará em sua decisão sobre praticar ou não determinada fraude.

Assumindo que o contrato firmado com os diretores versava sobre remuneração fixa e variável (mesmo que esta última não tenha sido formalizada), caso uma estratégia contratual ótima fosse tomada pelos principais, independentemente das estruturas de governança, a fraude poderia ter sido evitada.

Percebemos que a estrutura de contratação no caso em análise se preocupou muito mais, como a regra geral no Brasil, na imposição de incentivos *ex post*, deixando o julgamento do controle decisório aos mecanismos de controle e fiscalização. Além disso, optou amplamente por normas *back-end costs*, em que eventual fraude seria auferível somente ao final da relação contratual.

Caso houvesse a utilização de incentivos *ex ante*, haveria a chance de que o comportamento dos diretores levasse em consideração, além das variáveis “benefício – severidade da pena-probabilidade de aplicação”, o fato de que, a depender do formato das cláusulas *front end costs*, poderia ser prejudicado igualmente ao principal ou que a ausência de prática da fraude seria mais rentável em curto prazo. Outra constatação é a de que o *enforcement* não parece muito efetivo pelos órgãos responsáveis no Brasil, conforme os dados levantados e demonstrados no capítulo 6.3., o que torna ainda mais importante a inclusão da variável *ex ante* na fórmula do contrato de agência.

Além disso, quando constatado pelas estruturas de controle e fiscalização, a fraude já havia ocorrido, dificultando a recuperação dos valores potencialmente desviados.

Concluimos, então, analisando este caso, que o alinhamento de incentivos deve ser utilizado concomitantemente às estruturas de controle e fiscalização, considerando-se todos os custos envolvidos em monitoramento e informação, bem como as instituições e racionalidade individual das partes.

8.2. Impressões Finais

Em respeito à dialética, temos que é árduo verificar quantitativamente o “impacto de um programa de *compliance*”, incluindo as estruturas de governança discutidas. Considerando que eles são “destinados justamente a impedir novos casos desse tipo”, e, por consequência,

existência, ou não, de novos casos de fraude, “não necessariamente será atribuível a um programa de *compliance*”. A recíproca também é verdadeira: “se acontecem, pelo contrário, é factível atribuir uma falha” ao programa de governança (CARRANZA; HEVIA; LEDGARD, 2018, p. 13).

No entanto, o estudo de caso formulado parece demonstrar a validade da dedução de que o alinhamento de incentivos por intermédio de contratos é importante, tanto para auxiliar como para diminuir os custos inerentes às estruturas de governança corporativa. Ora, as estruturas adotadas pelo banco superavam muito aquelas que são apenas recomendadas pelos órgãos reguladores e pela Lei brasileira e, em paralelo, os incentivos contratuais eram fracos e concediam alta discricionariedade ao administrador. Havia incentivos negativos, por intermédio do risco e probabilidade de punição, mas, no entanto, não havia incentivos positivos de alinhamento de interesses. Ao contrário, os incentivos pretendidos como alinhamento de interesses concederam incentivos à fraude – isso por conta das falhas contratuais.

Corroborando com o afirmado, constata-se, por intermédio de Pyndick e Rubenfeld, que a dificuldade de controle e fiscalização em face dos administradores tem se tornado um problema cada vez maior, considerando o aperfeiçoamento das estruturas que podem ser utilizadas como veículo das fraudes, e considerando a cada vez maior pulverização de capital das empresas.

A constatação dos autores versa no sentido de que “a remuneração dos executivos cresceu de maneira muito rápida nas últimas décadas”. A Revista Business Week levantou que “entre as 365 maiores empresas norte-americanas”, os CEOs “receberem, em média, U\$S 13,1 milhões no ano 2000, e os salários continuaram a aumentar a uma taxa de dois dígitos.” O principal problema é que “para as dez empresas de capital aberto dirigidas pelos CEOs mais bem pagos, havia uma correlação negativa” entre a remuneração e o desempenho da empresa⁶⁸. Esse fato demonstra que salários mais altos não afetam positivamente o desempenho dos administradores e, pelo contrário: “quanto mais alto o salário do CEO, mais baixa provavelmente é a lucratividade da empresa” (PINDYCK, RUBENFELD, 2013, p. 639).

Destarte, outro fato que demonstra que o alinhamento de interesses pode auxiliar as estruturas de governanças – e que o tamanho do salário importa ainda menos que aqueles dois

⁶⁸ Os autores explicam que “durante anos, muitos economistas acreditaram que a remuneração dos executivos refletia a recompensa apropriada por seu talento.” No entanto, “os indícios recentes sugerem que os administradores conseguiram aumentar seu poder sobre os conselhos diretivos e vêm usando esse poder para obter pacotes de remuneração que não condizem com seu desempenho.” Este acontecimento tem como base o que defendemos diversas vezes neste estudo: “a maioria dos conselhos diretivos não dispõe das informações necessárias nem de independência para negociar de maneira efetiva com os administradores [...] além disso, a diretoria consiste em uma mistura de membros internos, que são ou representam os principais executivos, e membros externos, que são escolhidos e em geral estão bem próximos dos principais executivos” (PINDYCK, RUBENFELD, 2013, p. 640).

institutos - foi levantado por Albert Choi, em seu artigo intitulado *Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value*. O autor demonstra que existe um ponto ótimo entre a separação do poder de controle e do recebimento de dividendos, que alinha os interesses das partes relacionadas e diminui de forma exponencial a possibilidade de fraudes praticadas pelos administradores.

Insta salientar que o citado estudo tem como premissa o administrador sendo, também, acionista, o que difere em partes do problema por nós enfrentado. No entanto, podemos utilizá-lo para entender a importância dos incentivos dentro da companhia, uma vez que a estrutura de separação entre controle e dividendos, disposta naquele artigo, visa a criar um efeito *lock-in*, “fazendo com que o acionista controlador prefira ficar com a companhia no longo prazo, importando-se com a reputação e performance de longo prazo” (CHOI, 2018, p. 53).

Outro ponto de convergência são os poderes conferidos às partes (lá, os controladores, aqui, os administradores). Choi afirma que o poder de controle confere dois poderes importantes: (i) afetar a receita da companhia; e (ii) converter parte do caixa em benefícios privados que não são compartilhados com os outros (CHOI, 2018, p. 84).

Apesar das diferenças, os problemas a serem resolvidos são praticamente os mesmos: fazer com que o administrador tenha mais incentivos para se preocupar mais com o longo prazo da companhia do que com benefícios imediatos e que deixe de abduzir benefícios privados em detrimento dos principais. Nas palavras do autor, busca-se, pelo estudo, reconciliar as evidências empíricas com a teoria existente “demonstrando como uma quantidade moderada de benefícios privados do controle podem, na verdade, aumentar o valor de longo prazo ao induzir o comprometimento e o investimento do acionista controlador” (CHOI, 2018, p. 84).

Adaptando a citação ao nosso caso, a remuneração variável pode ser válida, no entanto, de forma moderada, diferida e visando o longo prazo. Sugere-se a inclusão de cláusulas de *lock-up* ou períodos de *Cliff* para o saque de eventuais valores, condicionando o exercício à boa atuação e demonstração de saúde de longo prazo da companhia.

Em síntese, o autor conclui que determinada forma de separação de controle e benefícios privados auxilia os principais a terem seus direitos respeitados pelos agentes, mitigando de forma ampla os conflitos de interesses.

Ora, os diversos estudos de análise da performance de estruturas de governança corporativa, que trouxemos à baila, demonstram que as estruturas de governança, isoladamente, não são

capazes de mitigar ao máximo os riscos de fraude, e são custosas. A constatação de fraudes ainda, em regra, é realizada de forma potencialmente tardia⁶⁹.

Por outro lado, o estudo que trata de forma empírica a forma de incentivos concedidos demonstra que determinados arranjos contratuais ou estatutários possuem o condão de fazer com que os agentes busquem os interesses dos principais, uma vez que estes interesses são alinhados aos seus.

De fato, Turley e Zaman disseram, também por intermédio de estudo empírico, e de forma alinhada com a nossa hipótese, que “os resultados mistos associados [...] sugerem que regras específicas de atuação dos comitês de fiscalização podem não ser confiáveis para fornecer um impacto consistente.” (TURLEY; ZAMAN, 2004, p. 326)

Portanto, as estruturas de controle e fiscalização devem estar entrelaçadas com a imposição de incentivos que garantam o alinhamento de interesses.

É claro que a própria existência das estruturas representa um incentivo negativo de fraude aos administradores, eis que aumentam o risco de apuração de eventual responsabilização. No entanto, deve-se haver, também, incentivos positivos, para que além de sopesar o risco de ser flagrado por órgãos de fiscalização, o administrador sopesse o fato de que a conduta honesta será mais rentável do que o contrário.

Ehrlich, inclusive, afirma que “os autores de delitos respondem a incentivos, quer positivos, quer negativos” e que o volume efetivo proporcional de delitos é “influenciado pela afetação de recursos públicos e privados à repressão.” (EHRlich, 1987, p. 39)

Ou seja, os incentivos negativos precisam de *enforcement* suficientemente forte para que o risco pese mais na escolha do ato pelo agente. Para tentar contornar esta variável de efetividade máxima das normas *back end costs*, a utilização de cláusulas *front end costs* nos parece uma estratégia viável.

O que é possível induzir, seja por meio da análise do caso, da análise de estruturas de governança e das razões de ser e estar da firma, seja pela convergência do assunto com a análise econômica do direito e neoinstitucionalismo, é que incentivos são mais importantes e eficientes para direcionar um comportamento previsível antes da necessidade de aferição *ex post* de determinadas condutas.

⁶⁹ Cavalcanti e Anjos, inclusive, diz que, mesmo quando técnicas de gerenciamento de resultados são descobertas, por intermédio de refazimento de demonstrações contábeis, ela ainda impacta a remuneração dos administradores um período após ter sido emitido (2020, p. 61).

Mesmo que os esforços da regulação sejam louváveis, tenham impacto benéfico na redução de custos de monitoramento e informação, facilitando que os principais fiscalizem o agente, não são suficientes, sozinhos, para resolver o problema.

Por isso, por mais evoluídas que as normas (auto)reguladoras venham a ser, a racionalidade humana para burlá-las também evoluirá. O que pressupomos como possibilidade é que, conforme as estruturas de governança se tornem mais complexas e robustas, as fraudes poderão evoluir no mesmo nível, dificultando quaisquer esforços para detectá-las e aumentando, ainda mais, o custo de monitoramento e fiscalização (custos, inclusive, de implantações de novas formas de governança) que será, no final da conta, pago pelos principais.

Neste sentido, conforme buscávamos, a concluímos que as normas (auto)reguladoras do direito societário e governança necessitam de variáveis externas, como *enforcement*, o que dificulta sua plena eficácia. Convergindo-as, no entanto, com a nossa hipótese inicial de que a elaboração de contratos que utilizam estratégias *front end costs*, levando em consideração a racionalidade e o interesse de maximização do próprio bem-estar das partes, têm condão ainda maior de atingir as finalidades de alinhar interesses e incentivos e impedir práticas oportunistas.

9. CONTRATOS COMO INSTRUMENTOS ESTRATÉGICOS DE MITIGAÇÃO DOS CONFLITOS DE AGÊNCIA

Percebemos que, considerando a análise racional do agente, não bastam, isoladamente, grandes estruturas de controle e fiscalização para que inexistam conflitos de agência. Obviamente, estas instituições tornam mais árdua a tarefa dos administradores caso queiram agir de forma desonesta. No entanto, incentivos positivos são importantes, alinhando interesses, somando-se aos incentivos negativos de risco de punição.

Incluem-se na conta do risco de punição, ainda, os custos de agência, que são muito altos para que os principais monitorem efetivamente o gestor e, quanto mais monitoramento, maiores os custos, o que pode fazer com que o *payoff* não se pague.

Além disso, conforme indução do capítulo anterior, parece-nos que, quanto mais complexas as estruturas de governança, mais complexas serão as fraudes potencialmente cometidas, o que faz com que, ou o principal tenha mais custos para manutenção de novas estruturas, ou o agente acabe sendo monitorado por pares ou por si mesmo.

Ademais, os standards legais – societários e de governança - uma vez que, em maioria, são caracterizados como normas de *back-end costs*, somados com as fracas instituições de *enforcement* e ausência de segurança jurídica fornecidas pelo Estado brasileiro, não obstante os seus esforços, fazem com que a conta do Custo-Benefício da fraude tenha valor alto. Ora, caso o agente seja flagrado agindo de forma desonesta, as chances de condenação criminal ou pecuniária em curto prazo são muito baixas, bem como as chances de não sofrer nenhuma consequência – considerando a morosidade, os institutos prescricionais, a alta carga recursal processual etc. – o que faz com que a “escolha racional”, apesar de ilícita, seja a do enriquecimento sem causa.⁷⁰

Dito isso, é necessário, considerando o viés pragmático deste trabalho, demonstrar formas que têm o potencial de, por intermédio de contratos, alinhar os interesses das partes, mitigando conflitos de agência de forma mais barata e efetiva.

O responsável pela redação contratual precisa utilizar estrategicamente, com o intuito de manobra de incentivo de comportamento, pelo menos as premissas comportamentais, racionais e de incentivos aventadas neste trabalho, entendendo a natureza da firma e das corporações, a racionalidade limitada das partes, as causas e consequências dos conflitos de agência, a racionalidade na decisão de cometer, um não, uma fraude, e a teoria dos jogos somadas ao *contract design*, utilizando as falhas inerentes às instituições, tais como a incompletude

⁷⁰ Ver Capítulo 6.3.

contratual, a seu favor. Isso também significa dizer que o contrato deve, independentemente da honestidade do agente, sempre levar em consideração que ele será oportunista, pois o risco, como já dissemos, é inerente a qualquer relação humana ou não.

Nesta toada, voltando à importância da interdisciplinaridade na confecção contratual, Richard Langlois (2003) afirma que “claramente, estratégia e economia diferem entre si de forma ampla”, uma vez que “a estratégia se preocupa descritivamente com as empresas e normativamente com as tarefas dos gestores”. A Economia, por sua vez, “preocupa-se, descritivamente, com todo o sistema econômico e normativamente com o funcionamento eficaz deste sistema.” (LANGLOIS, 2003, p. 283)

Considerando, então, que estamos, nesta relação principal/agente, diante de uma “situação de interação estratégia”, a utilização da teoria dos jogos irá “ordenar os *payoffs* que vai definir a melhor estratégia para cada jogador”, e é a partir desses *payoffs* que cada um deles irá “definir sua estratégia” (MARIANO, 2018, p. 105). Em outras palavras, o arranjo contratual confeccionado com vistas a ordenar *payoffs* irá possibilitar o alinhamento de incentivos entre as partes.

Considerando que, em regra, de acordo com Axelrod (1984), o agente prefere receber um benefício hoje, do que um benefício amanhã, a estratégia de recompensas, na teoria dos jogos, poderá ter o condão de fazer com que o benefício amanhã seja melhor que o benefício hoje.

Para Fiani, a “função de recompensa será aquela que, para um dado jogador, associe um valor maior ou igual a um resultado do jogo do que a outro, se esse jogador achar ao menos tão bom o primeiro resultado quanto o segundo” (2015, p. 48). Assim, deve-se definir “que as recompensas dos jogadores sejam de conhecimento comum”, pois, nestes moldes, “nenhum dos jogadores possui dúvidas sobre o resultado que os demais estão buscando obter” (FIANI, 2015, p. 81).

Em paralelo, afastando-nos minimamente da Teoria dos Jogos, a literatura que versa sobre a Nova Economia Institucional “discute uma variedade de mecanismos institucionais que atuam no sentido de minimizar os custos de agência”. Segundo Pondé, vale destacar: (i) “a competição no mercado de produtos, que afeta a viabilidade das organizações menos eficientes”; (ii) “a variação dos preços das ações no mercado de capitais”; (iii) “o mercado de controle corporativo (ameaça de *take overs* agressivos)”; (iv) “incentivos gerados pelo mercado de trabalho de executivos e gerentes”; (v) “instrumentos legais para o controle de comportamento de executivos e gerentes”; e (vi) “desenvolvimento de instrumentos organizacionais para o controle do comportamento de executivos e gerentes.” (PONDÉ, 2007, p. 24)

Este estudo buscou demonstrar, no entanto, que alguns destes pontos, se utilizados de forma solitária, podem “menos” eficientes. Por exemplo, os itens (i), (ii) e (iv) acima não parecem afetar muito positivamente a eficiência no trabalho dos administradores em um ambiente de *enforcement* fraco. Além disso, temos como base a constatação tem base na pesquisa de Pyndick e Rubenfeld, citada no capítulo 09, alegando que a remuneração dos dez CEOs mais bem pagos tinha uma correlação negativa com o desempenho da empresa.

Outrossim, se considerarmos que instrumentos organizacionais, conforme citado do item (vi), são estruturas de controle e fiscalização, demonstramos que, se aplicadas de forma isolada – reduzindo a análise às estruturas aqui estudadas e, portanto, sem esgotar o assunto – o *enforcement* acaba sendo condição *sine qua non* para a sua efetividade

Por fim, o item (v) defende a instituição de instrumentos legais para controlar o comportamento dos agentes. Em outras palavras: contratos.

O contrato, no sentido de “acordo legal de promessa de agir de determinada forma no futuro”, em relações de longo prazo principalmente, maximiza o valor compartilhado de diversas formas. Por exemplo, as partes podem “estar em posição de fazer investimentos em antecipação ou ativo que pode aumentar seu valor de troca (a) reduzindo o custo do desempenho; ou (b) aumentando o benefício do desempenho” (SCOTT; TRIANTIS, 2005, p. 188).

Para que possamos alinhar os interesses dos agentes aos dos principais, devemos no importar mais com a segunda premissa. Aumentar o benefício do desempenho possuirá o condão de incentivar o agente a agir de forma a maximizar o valor ao principal, considerando seu próprio interesse. Ocorre que, devido à incompletude inerente aos instrumentos contratuais, bem como à racionalidade das partes, mesmo que limitada, a confecção de contratos para contornar estes problemas pode ser tarefa árdua⁷¹. Novamente se percebe a importância da utilização conjunto dos instrumentos de controle e fiscalização e contratos de alinhamento de incentivos.

Ainda, como vimos, algumas estratégias de incentivos podem acabar surtindo efeito contraintuitivo, tais como o pagamento de bônus por desempenho contábil (que incentiva os

⁷¹ Não fossem os custos de agência ou de transação, o que possibilitaria a confecção de um contrato completo, o problema disposto seria praticamente inexistente. Conforme Scott e Triantis, para obter êxito em alcançar um contrato completo e eficiente “de referência ao duplo objetivo *ex ante* e *ex post* é aquele que especifica obrigações em cada estado possível do mundo. Tal contrato garante que o desempenho ocorra quando, mas somente quando, for eficiente. E, seja especificando diretamente uma obrigação de realizar um determinado investimento, ou obrigando a alienação quando os ativos apresentam um superávit, o contrato completo e contingente estimula a quantidade eficiente de um investimento específico.” No entanto, “contratos completos e contingentes são impedidos pelos custos de transação e contratação (SCOTT; TRIANTIS, 2005, p. 190).

principais a utilizarem mecanismos de gerenciamento contábil para maquiar as demonstrações e receberam benefícios maiores), ou o oferecimento de *Stock Options*⁷², aos agentes, de forma não deliberada. Eis que estas estratégias poderiam aumentar o valor o benefício da conduta desonesta, enquanto as variáveis severidade da pena e probabilidade de aplicação continuaram iguais.

Por isso, apesar de bônus e *stock options* poderem ser excelentes instrumento de incentivos, se não forem elaborados de forma correta e estratégica podem conduzir a relação a um terreno propício para oportunismos⁷³. Como o agente tem, teoricamente, interesses em curto prazo, ele poderá, igualmente, inflar o balanço ou distribuir dividendos de maneira pródiga, com vistas a aumentar o valor da ação e vendê-las. Por isso, reiteramos, a importância de se analisar estrategicamente cada situação. Um mesmo mecanismo de incentivos, dependendo da forma como for colocado, pode gerar resultados diversos.

Cláusulas de *lock-up* nessas operações, por exemplo, podem eventualmente impedir este comportamento. Ademais, o pagamento dos executivos via opções pode “refletir transferência ineficientes de riquezas entre os principais e os agentes”, gerando o problema do *rent seeking* por parte desses (HALL; MURPHY, 2003, p. 27).

Enfim, não iremos nos aprofundar na análise dos benefícios e malefícios das *stock options* por cada cenário diferente, por não ser o foco principal deste trabalho. Temos, como premissa, entretanto, que pode ser um instrumento de incentivo com condão de gerar incentivos inversos aos esperados.

Dito isto, cada tipo de fórmula contratual pode ter vantagens e desvantagens, dependendo do tamanho da companhia, tipo de diretoria, formação de capital, índice de alavancagem etc.⁷⁴

Considerando o amplo espectro de diferenças combinadas entre toda e qualquer companhia, buscaremos demonstrar algumas premissas iniciais para a elaboração do contrato como instrumento estratégico de incentivos aos agentes.

⁷² *Stock Options* “são contratos que garantem aos agentes o direito de comprar uma ação ou quota da companhia em um exercício, valor e termos pré-especificados” (HALL; MURPHY, 2003, p. 50).

⁷³ Inclusive, Jenter afirma que “a covariância negativa da opção delta ou pay-for-performance com utilidade marginal reduz substancialmente os incentivos de esforço ex-ante, e tanto mais quanto maior a volatilidade dos retornos das ações”, ou seja, “assumir que os administradores investem apenas no ativo sem risco faz com que a compensação de utilização da *Stock Options* pareça consideravelmente mais eficaz do que é: o custo de remuneração do executivo é subestimado e os efeitos de incentivo são superestimados”. Em outras, palavras, é o cenário que vai determinar se a estratégia contratual vale, ou não, a pena. (JENTER, 2001, p. 30)

⁷⁴ A Companhia Mercer LLC, em seu website, publicou uma matéria demonstrando diferentes vantagens e desvantagens em se utilizar de cada tipo de incentivo. Ver: Long Term Incentives, the Basics. Disponível em: <https://www.mercer.com/our-thinking/career/long-term-incentives-the-basics.html>.

9.1. Métodos de Utilização do Contrato como Estratégia de Incentivos

Existem algumas teorias contratuais – tais como o *contract design* – que podem demonstrar como utilizar, estrategicamente, a incompletude contratual em favor dos principais, alocando riscos e eficiências e determinados pontos do instrumento.

Segundo Monteiro, esta teoria do *design* contratual “preconiza a utilização estratégica de parâmetros da economia e tecnologia para ajustar – ou não – a precisão da redação dos termos do contrato, que orientam a interpretação da vontade das partes de forma planejada” (MONTEIRO, 2020, p. 227). Em outras palavras, este instrumento poderá, de forma estratégica, antecipar “os riscos e resultados de uma possível disputa por meio da redação calculada [...], ao examinar-se a eficiência do investimento de seu tempo na etapa inicial da negociação e na etapa final, que ocorre com o litígio” (MONTEIRO, 2020, p. 227).

Apesar de a segurança jurídica no Brasil ser questionável, no sentido das diferentes decisões que podem ser tomadas pelos juízes em cada caso, o contrato pode, estrategicamente, estudar precedentes de decisões sobre determinadas condutas e, sendo estes precedentes favoráveis em todos os casos aos principais, confeccionar cláusula *ex post* destas ações determinadas⁷⁵.

Paralelamente, buscando contornar as falhas intrínsecas à incompletude contratual, veremos que alguns autores afirmam a existência de duas principais espécies de arranjos contratuais de controle dos agentes: (i) regulatórios; e (ii) de governança. De acordo com Kraakman et al. (2018), os arranjos regulatórios possuem natureza prescritiva, tendendo a restringir diretamente o comportamento do agente. Os arranjos de governança, por sua vez, buscam facilitar que o principal controle o comportamento do agente. Dessa forma, as estratégias regulatórias são divididas em “restrições aos agentes e termos de afiliação”. As estratégias de governança, por sua vez, são divididas entre “alinhamento de incentivos, direitos de nomeação e direitos de decisão” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 84).

Cada uma das subespécies é dividida, ainda, em *ex post* e *ex ante*. Isto pode ser mais bem observado na seguinte tabela:

⁷⁵ Corroborando esse entendimento, por intermédio da utilização do *design* contratual “é possível explorar como a combinação estratégica de termos vagos e precisos pode aperfeiçoar a seleção de parâmetros de interpretação sobre duas dimensões: a) em qual momento a escolha do parâmetro é realizada – na redação do contrato ou na execução –, e b) quem faz a escolha: as partes ou o juiz? Um termo preciso define um espaço muito estreito de interpretação, já o contrato, que combina termos vagos e precisos para definir uma contingência ou obrigação e parâmetros de interpretação eficientes, oferece flexibilidade adicional na definição de limites de discricionariedade do juiz (BOLIVAR, 2016, p. 05).

TABELA 1 - Estratégias Jurídicas para Proteger os Representados

	Estratégias Regulatórias		Estratégias de Governança		
	Restrições aos Agentes	Termos de Afiliação	Alinhamento de Incentivos	Direitos de Nomeação	Direitos de Decisão
<i>Ex Ante</i>	Regras	Entrada	<i>Trusteeship</i>	Eleição	Iniciação
<i>Ex Post</i>	Standards	Saída	Recompensa	Destituição	Veto

Fonte: KRAAKMAN et al, 2018, p. 85.

Em síntese, traçando um paralelo entre tudo o que foi dito, temos que os arranjos contratuais que evitam o conflito e diminuem os custos de agência devem ser formados por normas *ex ante* e *ex post*, estrategicamente colocadas, da mesma forma que incentivem o agente a agir de forma honesta, buscando os interesses do principal.

Considerando a limitação extensiva deste trabalho, explanaremos os princípios das estratégias que assumimos como mais importantes e efetivas: alinhamentos de incentivos. Apesar de ser evidente, não é redundante lembrar que estas estratégias são firmadas, sempre, por contratos.

A consolidação de um *Trusteeship* estratégico, por exemplo, tem como condão mitigar “os conflitos de interesses *ex ante*”, garantindo-se que o “agente não obtenha ganho pessoal ao prejudicar seu representado.” Em outras palavras, a ausência de incentivos “*High Powered*” fará com que o agente opte por “incentivos suaves”, ou seja ele terá incentivo de trilhar o incentivo embasado na conservação da “consciência, orgulho e reputação” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 89).

Essa estratégia, portanto, tem o potencial de mitigar o risco de gerenciamento contábil e o lançamento de *accruals* oportunistas com vistas ao aumento do bônus por desempenho. Já a estratégia de recompensa confunde-se com o pagamento de bônus por desempenho. No entanto, ela pode ser estruturada com base equilibrada ao *trusteeship*. A chave para isso é, portanto, “garantir que os *trustees* sejam pagos o bastante para tornar seu papel atraente, mas não tanto de modo a alijar os ‘incentivos suaves’” (KRAAKMAN et al., 2018, p. 92).

Uma forma *apriorística* de formar esta estrutura pode ser o oferecimento de *Stock Options* – com a ressalva dos riscos apontados no capítulo anterior - por merecimento, mas com a instituição de *lock-up* por um período relativamente longo e/ou períodos de cliff e de vesting⁷⁶.

⁷⁶ Deve-se observar, o entanto, os riscos e benefícios inerentes à *Stock Option*, conforme as considerações de Hall e Murphy citadas neste capítulo (HALL; MURPHY, 2003, p. 01).

Para convergirmos o exposto com a próxima tese, que deve ser utilizada em conjunto com o que foi dito acima, é necessário lembrar o paralelo entre os benefícios privados do administrador e o direito aos dividendos (ou, neste caso, aos bônus por desempenho ou distribuição de lucros, nos moldes do artigo 152, §2º da Lei n. 6.404/1976).

Em regra, quanto maior a discricionariedade do gestor, “maior a probabilidade de expropriação de riqueza dos acionistas” (SILVEIRA *et al.*, 2004, p. 363)⁷⁷. Pode-se mitigar este problema, por outro lado, induzindo um ponto ótimo entre os benefícios privados. No entanto, Albert Choi encontrou a fórmula de que uma separação ótima entre benefícios privados pelo controle e direitos a bônus por fluxo de caixa ou desempenho contábil, pode incentivar o administrador a agir em benefício da companhia em longo prazo (CHOI, 2018). Assim, enquanto o estudo de Choi analisa o poder de controle dos acionistas controladores (como decisores e gestores), o presente trabalho analisa o poder de controle dos diretores, não necessariamente acionistas.

Convergingo estratégias, *trusteeships* e recompensas, pode-se traçar um paralelo entre os problemas para prover soluções praticamente análogas. Se tirarmos os *High Powered Incentives* dos administradores (recebimentos de altos bônus), eles deverão se preocupar com os *Low Powered Incentives*.

Se prevermos, concomitantemente, recompensas, tais como *stock options* com *lock-up* de longo prazo, os administradores terão uma pequena parte da companhia, pelas ações ou quotas auferidas, com amplos poderes de decisão, por conta de seu cargo.

Contextualizando, quando os fundadores do Google, no ano de 2004, resolveram abrir o capital da companhia, “eles adotaram uma forma não convencional de estrutura de propriedade”. Os fundadores/diretores possuíam ações de Classe B, enquanto o público investidor podia adquirir somente ações de Classe A. Isso fez com que os fundadores possuíssem “mais do que 66% do poder de voto, mesmo tendo menos de 32% das ações em circulação” (CHOI, 2018, p. 54).

No caso de companhias cujas decisões são tomadas, em regra, pelos diretores, conceder a eles as opções de aquisição de ações com *lock ups* surtirá efeito análogo. Terão pequena parte dos dividendos, mas boa parte do controle. Essa estratégia contratual é capaz de alinhar os interesses das partes principal-agente, uma vez que os benefícios privados do controle de decisões são “ilíquidos e não transferíveis” e, portanto, diferentemente dos bônus por

⁷⁷ Vide o exemplo do caso do Banco Panamericano, em que o presidente do conselho de administração tinha discricionariedade para aprovar os balanços e liberar o pagamento dos bônus (inclusive a si mesmo).

desempenho, “eles podem promover um comprometimento em longo prazo pelos decisores.” (CHOI, 2018, p. 83)

Toda essa estratégia tem um motivo matemático e relativamente simples: por um lado “os benefícios privados do controle não refletem no preço de mercado das ações” ou do retorno de dividendos; E por outro “o retorno líquido de longo prazo” que o decisor pode realizar, se permanecer com as ações por um grande período de *lock-up*, aumenta na mesma medida do que a sua participação acionária ((CHOI, 2018, p. 93).

Para demonstrar em números, observemos o quadro a seguir:

QUADRO 3 - COMPARAÇÃO ENTRE O VALOR PRESENTE DO RETORNO LÍQUIDO E O VALOR DE MERCADO DAS AÇÕES DOS DECISORES (Adaptada)

Participação via Stock Options do Decisor	Benefícios Privados do Controle	Distribuição para todos os acionistas	Valor do Retorno Líquido de Longo Prazo do Decisor	Valor de Mercado das Ações do Decisor
33%	\$10	\$80	\$267	\$267
50%	\$5	\$92,5	\$412,5	\$462,5
66%	\$2,5	\$564,3	\$564,3	\$639,3
100%	\$0	\$900	\$900	\$1000

Fonte: CHOI, 2018, p. 93.

Obviamente os administradores não receberão fatia tão grande das ações da companhia como 33%, ou mais, via *stock option*. A tabela serve para ilustrar a hipótese e possibilitar a aplicação do leitor nos casos concretos de sua realidade.

Verifica-se que, quanto maior a quantidade de ações, caso não haja *lock-up*, maior o incentivo ao administrador em vendê-las ao preço de mercado. Para tanto, terá, somando-se a isso, o incentivo de distribuir mais dividendos, retirando valor de caixa para investimentos ou projetos futuros e criando uma demanda artificial de mercado, aumentando o valor das ações para vendê-las em seu pico. Conclui-se, dessa análise, que os benefícios privados dos tomadores de decisões “podem funcionar como um forte incentivo” para que eles se preocupem com o longo prazo da companhia (CHOI, 2018, p. 93).

Considerações feitas, percebemos, novamente, que incentivos concedidos por intermédio de contratos entre os principais e os agentes possuem um condão de alinhamento de incentivos, enquanto as estruturas de controle e fiscalização concedem incentivos negativos, pautados no risco. (importante ressaltar que, apesar de que estas cláusulas também possam ser consideradas

“mecanismos de governança”, quando citamos o termo nos referimos às estruturas legais e (auto)regulatórias impostas, ou dispostas, pela Lei ou órgãos públicos ou privados).

Portanto, quando se alcança o ponto de equilíbrio entre distribuição de dividendos e ações ou quotas aos administradores, alinhando os interesses dos principais e dos agentes, a preocupação com o longo prazo da companhia é maior e, portanto, suas chances de eficiência econômica e faturamento, por intermédio de investimento em inovações aumentam.

Por outro lado, a existência isolada de mecanismos de incentivos negativos, não acompanhadas de alinhamento de incentivos, tendem a incentivar os agentes, quando oportunistas, a perpetrar fraudes cada vez mais complexas, aumentando ainda mais o custo de monitoramento e exigindo a instituição de ainda mais estruturas de governança. Os custos para estas estruturas e monitoramento serão certamente incorridos pelos principais.

Assim, as estratégias contratuais, auxiliando os mecanismos de controle e fiscalização, aqui sugeridas podem mitigar os conflitos de interesses de forma satisfatória. No entanto, dado a incompletude contratual e a particularidade de cada caso e companhia específica, o operador do direito responsável por confeccionar os instrumentos contratuais deverá avaliar qual é o seu poder ótimo de monitoramento, distribuição de incentivos e benefícios de controle, de acordo com o caso concreto, bem como avaliar se os custos das estratégias não superam os custos de monitoramento e de agência.

10. CONCLUSÃO

Vimos que a relação de agência é uma parte intrínseca ao próprio sistema capitalista. A crescente complexidade das relações de trabalho e a tentativa de fuga de custos de transação ampliam o ímpeto dos principais em delegar certas atribuições a agentes. Assim, serviços que poderiam ser buscados junto ao mercado são integrados na cadeia produtiva, sob a forma de governança verticalizada (firma), minando os custos de transação referentes à pesquisa de preços, elaboração de contratos e monitoramento, por exemplo.

Por outro lado, a agência traz seus próprios custos. Tendo em vista que os indivíduos agem de maneira racional – ainda que limitadamente – alinhamentos de incentivos desvalidos podem levar o agente a praticar atos em benefício próprio prejudicando os interesses dos principais. Para tentar mitigar estes custos, o poder público e entidade reguladoras tendem a impor a estruturação de métodos de governança corporativa dentro das companhias.

Considerando que as estruturas legais e (auto)reguladoras de controle e fiscalização precisam, para serem efetivas, da inclusão de outras variáveis em sua fórmula – tal qual o *Enforcement*, sobre o qual os principais, em regra, não possuem ingerência (por ser, em geral, responsabilidade estatal), sua utilização isolada não nos pareceu, apesar de inconclusivo, apta a mitigar os conflitos de interesses da melhor forma possível (como demonstram os dados coletados).

Somando-se isso à indução de que o indivíduo é um ser (limitadamente) racional, a imposição de estruturas de fiscalização, sem o devido *enforcement*, incentivará o agente para que promova as fraudes potencialmente praticadas cada vez mais complexas, elevando custos de governança, e assim por diante. Os fatos mencionados, somados à teoria da incompletude dos contratos e da assimetria de informações podem gerar um alto custo de agência a ser dispendido pelos principais.

Isso importa pois, no Brasil, os *players*, em regra, preferem deixar que os contratos sejam resolvidos de forma *ex post*, eis que entendem – equivocadamente - que os custos de elaboração de contratos são despesas “desnecessárias”.

Assim sendo, os métodos de alinhamento de incentivos entre principais e agentes se mostram mais importantes para utilização conjunta com os mecanismos de controle e fiscalização. Os principais poderão desenhar arranjos contratuais que permitam a máxima mitigação dos conflitos, fazendo com que os administradores, buscando seus próprios interesses, ajam de forma que os principais também sejam beneficiados.

Para alcançar este fim, os contratos de agência deverão levar em consideração as premissas de incentivos, racionalidade e riscos que trouxemos à baila. No entanto, as estratégias a serem utilizadas, e como serão desenhadas, dependerão muito do caso concreto, no qual o principal deve ter consciência de seu poder de monitoramento, e eventuais formas de alinhamento de incentivos que podem ser oferecidas a um custo mais baixo.

Um método de oferecimento de *Stock Options* aos agentes, por exemplo, é uma forma de incentivá-lo a se preocupar com o crescimento em longo prazo da companhia. No entanto, caso este instrumento esteja mal desenhado, poderá incentivá-lo a criar demandas artificiais no mercado, perpetrando danos ao crescimento econômico dos *shareholders*.

Em síntese, constatamos que a mitigação do comportamento oportunista deve passar, conjuntamente, pelas esferas do controle e fiscalização – concedendo incentivos negativos (riscos reputacionais, de penalização etc.) – e pelas bonificações e estruturas de confiança – concedendo incentivos positivos, de forma que o ganho do agente seja sempre positivamente correlacionado ao ganho do principal.

Noutras palavras, a soma dos incentivos negativos e positivos são capazes de, ao mesmo tempo, aumentar o risco reputacional e alinhar os interesses das partes, fazendo com que o custo do oportunismo seja maior do que o benefício da honestidade.

As estratégias sugeridas são aptas a surtir efeitos positivos. Entretanto, os principais elaboradores do contrato deverão ter consciência do ambiente negocial à sua volta, estabelecendo normas *ex ante* – para já determinar o previsível (e.g. regras) –, e *ex post* – para estabelecer o panorama das consequências do indeterminável (e.g. *standards*) e normas *back end* e *front end costs*.

Assim, contratos e normas, se levantados nesse sentido, não permitirão a utilização pura do direito e da teoria dogmática do contrato. Ao contrário, exigirá a interdisciplinaridade do operador, que deverá entender as lógicas econômicas, contábeis e de mercado à sua volta, caso queira instrumentos efetivos.

Concluindo, além do caráter reflexivo sobre a importância da interdisciplinaridade no Direito, esse trabalho possui o potencial para formar o pensamento crítico do leitor, no sentido de auxiliar na constatação de elementos críticos e cuidados na elaboração de instrumentos jurídicos.

Além disso, pode embasar e servir como revisão bibliográfica para futuros estudos que pretendam, de forma prática, aprofundar os conceitos da economia e o neoinstitucionalismo dentro da prática jurídica, apreendendo suas aplicações e como devem ser analisados cada tipo

de contrato, comportamento, quais serão as consequências de cada previsão e como os incentivos propostos agirão sobre a tomada de decisão das partes.

Por fim, os estudiosos poderão utilizar alguns dos levantamentos propostos nesse estudo para incluir variáveis teóricas e maximizar sua aplicabilidade prática, tais como a economia comportamental e a governança ESG.

REFERÊNCIAS

- ALBUQUERQUE, Leonardo M.; ALABANEZ, Tatiana. **Governança Corporativa: Os Níveis Diferenciados da B3 e sua Relação com o Desempenho das Ações frente ao Impeachment em 2016.** São Paulo: XVI Congresso USP em Contabilidade. Julho, 2019. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1435.pdf>. Acesso em 03 mar. 2022.
- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. **Production, Information Costs, and Economic Organization.** American Economic Review, n. 62, Dez/1972, pp. 777-795.
- ALVES, Giovani R. R. **Operações de Compra e Venda de Empresas Sob a Perspectiva da Economia Comportamental: Previsibilidade do Erro e Intervenção.** Tese (Doutorado). Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Jurídicas, PPGD. Curitiba, 2019.
- 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.
- ARAÚJO, Fernando. **Teoria Econômica do Contrato.** 1ª Edição. Coimbra: Almedina. 2007.
- ARDUIN, Ana Lúcia Alves da Costa. **O Conselho Fiscal e sua Relevância para os Sistemas de Governança Corporativa.** In. PITTA, Andre Grunspin *et al.* **Direito Societário e Outros Temas de Direito Empresarial Aplicado.** São Paulo: Quartier Latin. 2021. Pp. 25-44.
- ARIELY, Dan. **Previsivelmente Irracional.** Trad. Sofia Serra. 1ª ed. Alfragide: Estrela Polar. 2009.
- ARROW, Kenneth. **Forward.** In Carrol G; Teece D. **Firms, Markets and Hierarchies.** Nova Iorque: Oxford University Press. 1999.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor.** 6ª Ed. São Paulo: Atlas. 2012.
- ASQUINI, Alberto. **Perfis da Empresa.** Trad. Fábio K. Comparato. São Paulo: Revista de Direito Mercantil. n. 104, 1996. pp. 109-126. Disponível em: <https://tinylink.net/Oewh5>. Acesso em 05 fev. 2021.
- AXELROD, Robert. **The Evolution of Cooperation.** New York: Basic Books, Inc., 1984
- BAINBRIDGE, Stephen M. **The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine.** n. 57. Vanderbilt Law Review, 83. 2019. Disponível em: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1665&context=vlr>. Acesso em 05 fev. 2022.
- BAINBRIDGE, Stephen M. **The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine.** Vanderbilt Law Review 83, UCLA, School of Law, Law and Econ. Research Paper No. 03-18, 2004, Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260. Acesso em 19 fev. 2022.

BAIOCO, Vitor G.; ALMEIDA, José Elias Feres de. **Efeitos do Comitê de Auditoria e do Conselho Fiscal na Qualidade da Informação Contábil no Brasil**. São Paulo: Revista de Contabilidade e Finanças da USP. pp. 229-248. 2017. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/byvy4tHrKP8VP44wMBm6n3H/?lang=pt&format=pdf>. Acesso em 16 fev. 2022.

BECKER, Gary S. *Crime and punishment: An economic approach*. In: The economic dimensions of crime. Palgrave Macmillan, London, 1968. p. 13-68.

BENTHAM, Jeremy. *The Rationale of Punishment*. London: Robert Heward. 1830.

BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: The Macmillan Company. 1933.

BOERI, Tito *et al.* **The Economics of Severance Pay**. Discussion Paper nº 7455. Bonn: IZA Institute of Labor Economics. 2013. Disponível em: <https://ftp.iza.org/dp7455.pdf>. Acesso em 01º out. 2021.

BOLIVAR, Analluza Bravo. **A Teoria do “Design” Contratual: Sua Aplicabilidade Face às Regras de Interpretação do Contrato no Brasil**. Revista dos Tribunais. Vol. 18. 2016. pp. 123-149.

BRANSKI, Regina M. *et al.* **Metodologia de Estudo de Casos Aplicada à Logística**. In: XXIV ANPET Congresso de Pesquisa e Ensino em Transporte. 2010. Disponível em: <http://www.lalt.fec.unicamp.br/scriba/files/escrita%20portugues/ANPET%20-%20METODOLOGIA%20DE%20ESTUDO%20DE%20CASO%20-%20COM%20AUTORIA%20-%20VF%2023-10.pdf>. Acesso em 20 jul. 2021.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n. 01/2011**. Relator Henrique Balduino Machado Moreira. 27 de fevereiro de 2018. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/012011_Banco_Panamericanocx.pdf. Acesso em 24 nov. 2021.

BRASIL, **Lei n. 10.406/2002 (Código Civil)**. Brasília: Congresso Nacional. 2002 Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em 26 nov. 2021.

BRASIL, **Lei n. 14.195/2021 (Lei do Ambiente de Negócios)**. Brasília: Congresso Nacional. 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm. Acesso em 19 jan. 2022.

BRASIL, **Lei n. 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações)**. Brasília: Congresso Nacional. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em 26 nov. 2021.

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial: 1337265 SP 2012/0161659-3**, Relator: Ministro CUEVA, Ricardo Villas Bôas. Data de Julgamento: 27/11/2018, Terceira Turma, Data de Publicação: DJe 07/12/2018. Inteiro Teor disponível em:

<https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/661804613/recurso-especial-resp-1337265-sp-2012-0161659-3>. Acesso em 25 jan. 2022.

BRITO, Daiane A. de, *et al.* **Gerenciamento de Resultados e o Risco de Mercado em Companhias Abertas**. 3º Congresso de Contabilidade da Universidade Federal de Uberlândia. 2019. Disponível em: https://eventos.ufu.br/sites/eventos.ufu.br/files/documentos/028_artigo_completo.pdf. Acesso em 26 fev. 2022.

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

CAMINHA, Uinie; LIMA, Juliana C. **Contrato Incompleto: Uma Perspectiva entre Direito e Economia para Contratos de Longo Termo**. São Paulo: Revista de Direito FV. Jan-Jun, 2014. pp. 155-200. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/5DN3pCsXtkG3jYqCtsQ7WPN/?lang=pt>. Acesso em 09 fev. 2022.

CARDOSO, Matheus Filipe Poletto. ZOLANDECK, João Carlos A. **A Revisão Judicial dos Contratos sob o Enfoque da Análise Econômica do Direito**. São Paulo: Empório do Direito. 2019. Disponível em: <https://emporiiododireito.com.br/leitura/a-revisao-judicial-dos-contratos-sob-o-enfoque-da-analise-economica-do-direito>. Acesso em 09 jul. 2020.

CARRANZA, Gonzalo *et al.* **Compliance e Reputação na Era da Governança Corporativa: Relatório Especial**. Lima, Peru. 2018. Disponível em: https://ideas.illorenteycuencia.com/wp-content/uploads/sites/5/2018/10/181008_DI_informe_Compliance_BR.pdf. Acesso em 03 mar. 2022.

CATEB, Alexandre B., GOMES, Frederico Y. C. **A Responsabilidade Limitada das Empresas sob a Perspectiva da Análise Econômica do Direito**. *in* TORRES, Dennis José A., RIBEIRO, Márcia Carla P. **Análise Econômica do Direito: Da Teoria à Prática**. Curitiba: Editora Íthala, 2018.

CATEB, Alexandre B., NETO, Jason Soares de A. **A Sociedade Anônima Brasileira Analisada a Partir da Doutrina do Direito & Economia**. *In* JUNIOR, Eloy P. *et al.* **Direito Empresarial I**. Belo Horizonte: CONPEDI – UFMG. 2015. Pp. 336-365. Disponível em: <http://site.conpedi.org.br/publicacoes/66fsl345/90d23xgb/M37aVhdD00kgmzV4.pdf>. Acesso em 19 jan. 2022.

CAVALLI, Cassio. **Empresa, Direito e Economia**. Rio de Janeiro: Forense. 2013.

CHOI, Albert H. **Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value**. Harvard Business Law Review 53, Virginia Law and Economics Research Paper No. 19. 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2619462>. Acesso em 19 jan. 2022.

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

COASE, Ronald H. *The nature of the firm*. (1932) In: Essential readings in economics. Palgrave, London, 1995. p. 37-54.

COASE, Ronald H. *The Nature of the Firm*. London: Wiley. 1937. pp. 386-405. Disponível em: <https://www.law.uchicago.edu/files/file/coase-nature.pdf>. Acesso em 22 nov. 2021.

COASE, Ronald H. **The Institutional Structure of Production**. Nashville: The American Economic Review. V. 82. N. 04, Sep. 1992.

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. Acesso em: 22 jul. 2020.

COMPARATO, Fábio K. **Origem do Direito Comercial**. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais. Jul-Set 1996. pp. 87-100. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4261127/mod_resource/content/2/BIBLIOGRAFIA.pdf Acesso em 30 nov. 2021.

COOLS, Sofie. **The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflict of Interest as Normative Criterion**. Milan: European Company and Financial Law Review. v. 11. n. 02, Jun/2014. pp. 258-296.

COOTER, Robert D., SCHAFFER, 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.

COOTER, Robert D.; ULEN, Thomas. **Law and Economics**, 6th Edition. Berkeley Law Books. Book 2. 2016. Disponível em: <http://scholarship.law.berkeley.edu/books/2>.

COOTER, Robert. D.; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**. Trad. SANDER, Luis Marcos; COSTA, Francisco A. 5ª Ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

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

CUNHA, Paulo Roberto da. *Et al.* **Características do Comitê de Auditoria e o Gerenciamento de Resultados: Um Estudo nas Empresas Listadas na BM&FBOVESPA**. São Paulo: Revista de Contabilidade e Organizações USP. pp.15-25. 2014. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/58500>. Acesso em 16 fev. 2022.

DEIST, Jeff. **A importância de ter a própria “pele em jogo”**: os ensinamentos sempre perspicazes de Nassim Taleb. 2017. Disponível em: [https://www.mises.org.br/article/2685/a-importancia-de-ter-a-propria-pele-em-jogo%E2%80%94os-ensinamentos-sempre-perspicazes-de-nassim-taleb#:~:text=A%20pele%20em%20jogo%20\(%22skin,\(e%20involunt%C3%A1rio\)%20interesse%22](https://www.mises.org.br/article/2685/a-importancia-de-ter-a-propria-pele-em-jogo%E2%80%94os-ensinamentos-sempre-perspicazes-de-nassim-taleb#:~:text=A%20pele%20em%20jogo%20(%22skin,(e%20involunt%C3%A1rio)%20interesse%22). Acesso em 19 mai. 2021.

EHRlich, Isaac. **Crime e Punição**. In *Sub Judice*, 2, 1992.

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. Acesso em 25 jun. 2020.

EISENHARDT, Kathleen M. **Teoria da Agência: Uma Avaliação e Revisão**. RGC: São Paulo, v. 2, n.1, art. esp, 2015, pp 01-36. ISSN 2359-313X

ECKSTEIN, Asaf. PARCHOMOVSKY, Gideon. **The Agent's Problem**. Duham: Duke Journal Law. Vol. 70. N. 07. Abril. 2021. pp. 1509-1567.

ELLRAM, Lisa M. The use of the case study method in logistics research. Journal of Business Logistics. Oakbrook, Ill, v. 17, n. 2, pp. 93-138. Disponível em: https://www.academia.edu/21768909/The_Use_of_Case_Study_Method_in_Logistics_Research. Acesso em 22 jul. 2021.

FAMA, E. **Agency Problems and the Theory of the Firm**. Journal of Political Economy, v. 88, Abr/1980, pp. 288-307.

FERNANDES, Jean Carlos. **Direito Empresarial Aplicado**. Belo Horizonte: Del Rey, 2007.

FERNEDA, Airê S., GUIMARÃES FILHO, Pedro A. **Análise Econômica do Direito e Economia Comportamental: A Racionalidade Limitada no Processo de Decisão**. In GONÇALVES, Oksandro O., *et al.* (Org.). **Análise Econômica do Direito: Resultado de Pesquisa do GRAED**. Livro I. Belo Horizonte: Ed. Senso. 2020. pp. 451-465.

FIANI, Ronaldo. **Estado e Economia no Institucionalismo de Douglass North**. Rio de Janeiro: Revista de Economia Política. Vol 23, n. 02 (90), abril-junho/2003. pp. 135-149.

FIANI, Ronaldo. **Teoria dos Jogos: Com Aplicações em Economia, Administração e Ciências Sociais**. 3ª Edição. São Paulo: Elsevier. 2015.

FOLLONI, André. **Complexity as a metatheory on relations between law and sustainable development**. In: GALUPPO, Marcelo et al. Human rights, rule of law and the contemporary social challenges in complex societies. Belo Horizonte: Initia Via, 2015

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

FRANCO, Hilário; MARRA, Ernesto. **Auditoria Interna**. 4ª Edição. São Paulo: Editora Atlas. 2003.

FRAPORTI, Simone *et al.* **Teoria Geral da Empresa**. Porto Alegre: SAGAH. 2018.

FRAZÃO, Ana *et al.* **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Org. ULHOA, Fábio. Rio de Janeiro: Forense. 2021. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559640683/epubcfi/6/10/%3Bvnd.vst.idref%3Dhtml4!/4/32/2>. Acesso em 19 jan. 2022.

FRAZÃO, Ana. **Responsabilidade Limitada: As Distorções da sua (não) Aplicação na Realidade Brasileira**. São Paulo: JOTA. 2017. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e->

[analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/responsabilidade-limitada-18102017](#). Acesso em 19 abr. 2022.

GALGANO, Francesco. **Lex Mercatoria**. Trad. Erasmo Valladão e N. França. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. 129. Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: Malheiros. Jan-Mar/2003. pp. 224-228. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4261132/mod_resource/content/1/GALGANO%2C%20Francesco.%20Lex%20mercatoria.%20Revista%20de%20direito%20mercantil%2C%20industrial%2C%20econ%20C3%B4mico%20e%20financeiro.%20p.%20224-228%20%281%29.pdf. Acesso em 30 nov. 2021.

GAUTREAU, J.R. Maurice. **Demystifying the Fiduciary Mystique**. London: The Canadian Bar Review. Vol. 68, n. 01. 1989. Disponível em: <https://cbr.cba.org/index.php/cbr/article/view/3437>. Acesso em 18 jan. 2022.

GILSON, Ronald J. GORDON, Jeffery N. **The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights**. Columbia Law Review. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/54/?utm_source=scholarship.law.columbia.edu%2Ffaculty_scholarship%2F54&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages. Acesso em 04 jan. 2022.

GILSON, Ronald J., *et al.* **Text and Context: Contract Interpretation as Contract Design**. Cornell Law Review, v. 100, Issue 1, Rev. 23. 2014. Disponível em: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4646&context=clr>. Acesso em 15 fev. 2022.

GREENE, Brian. **O Tecido do Cosmo: o Espaço, o Tempo e a Textura da Realidade**. Trad. José Viegas Filho. São Paulo: Companhia das Letras, 2005.

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. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9784/w9784.pdf. Acesso em 15 nov. 2021.

HARARI, Yuval Noah. **Sapiens: Uma Breve História da Humanidade**. 38ª ed. Porto Alegre: L&MP, 2018.

HART, Oliver; MOORE, John. **Incomplete Contracts and Ownership: Some New Thoughts**. American Economic Association Papers and Proceedings. 2007. pp. 182-186.

HART, Oliver. **Firm, Contracts, and Financial Structure**. New York: Oxford University Press. 1995.

HAYEK, Friedrich A. **The Fatal Conceit: The Errors of Socialism**. (The Collected Works of Friedrich August Hayek). London: Routledge. 1988. Disponível em: <https://www.mises.at/static/literatur/Buch/hayek-the-fatal-conceit.pdf>. Acesso em 15 dez. 2021.

HAYEK, Friedrich A. **Direito, Legislação e Liberdade: Uma Nova Formulação dos Princípios Liberais de Justiça e Economia Política**. São Paulo: Visão, 1985

HUBER, W. Dennis. **Corporate Law and the Theory of the Firm: Reconstructing Corporations, Shareholders, Directors, Owners, and Investors**. London: Routledge, 2020.

INSTITUTO DE AUDITORIA INDEPENDENTE DO BRASIL (IBRACON). **Normas Internacionais de Auditoria**. São Paulo: IBRACON, 1998.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5ª Ed., São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>. Acesso em 21 dez. 2021.

JENKER, Dirk. **Understanding High-Powered Incentives**. Harvard Business School and Economics Department. Paper n. 01-06. 09 de maio de 2001. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=269420. Acesso em 22 abr. 2022.

JENSEN, Michael C., Meckling, William H. **Teoria da Firma: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura da Propriedade**. São Paulo: RAE FGV. Vol. 48, n. 02., p. 87-125. 2008.

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.

KOROBKIN, Russel B., ULEN, Thomas S. **Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics**. California Law Review. Vol. 88, 2000. pp. 1051-1144.

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. Acesso em 22 jun. 2020.

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

LANGLOIS, Richard N. **Strategy as Economics versus Economics as Strategy**. In *Managerial and Decision Economics: Integrating Management and Economics Perspectives on Corporate Strategy*. Vol. 24. N. 04. Hoboken: Wiley. Jun-Jul, 2003. pp. 283-290.

LANGLOIS, Richard N. **The New Institutional Economics: An Introductory Essay.** Economics as a Process: Essays in the New Institutional Economics. Cambridge: Cambridge University Press. 1989. pp. 01-26.

LARRATE, Marco. **Governança Corporativa e Remuneração dos Gestores.** São Paulo: Editora Atlas. 2013.

LEÃES, Luiz Gastão P. de B. **Os Deveres Funcionais dos Administradores de S.A. in Novos Pareceres.** São Paulo: Singular. 2018. pp. 637-653.

LEE, Rebecca. *In Search of the Nature and Function of Fiduciary Loyalty: Some Observations on Conaglen's Analysis.* Oxford Journal of Legal Studies, Vol. 27, No 2, 2007. pp. 327-338.

LETHBRIDGE, Eric. **Governança Corporativa.** Rio de Janeiro: Revista do BNDES. V. 4. N. 8, dezembro, 1997. pp. 209-231.

LIMA, Diogo H. S. *et al.* **Impacto do Nível de Evidenciação de Informações Contábeis Sobre a Precificação de Ações no Contexto da Seleção Adversa: Uma Pesquisa Experimental.** Revista Brasileira de Gestão de Negócios. V. 14, n. 43. São Paulo: FECAP. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rbgn/a/NNTSrD3Qj8yTd488czKzpfJ/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em 28 jan. 2022.

LOPES, Alexsandro B.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem.** São Paulo: Atlas. 2005.

MACEDO, Fernanda Maria Felício *et al.* **A Fenomenologia Social na Pesquisa em Estratégia.** São Paulo: Revista de Administração da Universidade Presbiteriana Mackenzie. 2012. pp. 171-203. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ram/a/QHM3s5H4zCww4kms5dN8RfP/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em 09 mar. 2022.

MACHADO, Flávia Costa; SILVA, Giulia Dorneles. **Sobre os Deveres Fiduciários dos Administradores Societários e a Aplicação do *Business Judgment Rule* no Ordenamento Jurídico Brasileiro.** Belo Horizonte: Don Helder Revista de Direito. v. 3 n. 5. 2020. pp. 74-95.

MACKAAY, Ejan. ROSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito.** 2ª Ed. Trad. Rachel Sztajn. São Paulo: Editora Atlas, 2015.

MALKIEL, Burton G. **Um Passeio Aleatório por Wall Street.** 1ª Ed. Rio de Janeiro: Sextante. 2021.

MAMEDE, Gladston. **Empresa e Atuação Empresarial: Direito Empresarial Brasileiro.** 12ª Ed. São Paulo: Atlas. 2020. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597024173/>. Acesso em: 30 nov. 2021

MAMEDE, Gladston. **Manual de Redação de Contratos Sociais, Estatutos e Acordos de Sócios**. 3ª Edição. São Paulo: Atlas, 2015.

MARIANO, Paulo Henrique. **Teoria dos Jogos e Cooperação Contratual: Comunicação, Ameaças, Longa Duração e Alteração de *Payoffs***. In TORRES, Dennis José A., RIBEIRO, Márcia Carla P. **Análise Econômica do Direito: Da Teoria à Prática**. Curitiba: Editora Íthala, 2018. pp. 95-114.

MARQUES, Alexandre. **A doutrina do falseamento em Popper**. 2006. Disponível em: http://filosofia.projectos.esfl.pt/Popper/Popper_2.pdf . Acesso em 03 fev. 2021.

MARQUES, Tulio H. M. *et al.* **Seguro Garantia em Infraestrutura no Brasil: Perspectivas de Custos de Transação e Teoria da Agência**. Revista de Administração Contemporânea. V. 26, n. 03, 2021. Disponível em: <https://rac.anpad.org.br/index.php/rac/article/view/1512>. Acesso em 12 jan. 2022.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **Agency Theory na Pesquisa Contábil**. Encontro Da Anpad – Enanpad, 1998, pp. 1-14. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Antonio-Martinez-59/publication/330824922_Agency_Theory_na_Pesquisa_Contabil/links/5c55574a92851c22a3a29ef1/Agency-Theory-na-Pesquisa-Contabil.pdf. Acesso em 10 jan. 2022.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **Detectando *Earning Management* no Brasil: Estimando os *Accruals* Discricionários**. São Paulo: Revisto de Contabilidade e Finanças da USP. v. 19. n. 46. Jan-abr 2008. pp. 7-17. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/xLqmMnMfz6DbypmmcvLrjBx/?lang=pt&format=pdf>. Acesso em 26 fev. 2022.

MELO, Tatiana M.; FUCIDJI, José R. **Racionalidade Limitada e a Tomada de Decisão em Sistemas Complexos**. Revista de Economia Política, vol. 36, n. 3 (144), jul-set/2016. pp. 622-645

MONCARZ, Elisa *et al.* **The Rise and Collapse of Enron: Financial Innovation, Errors and Lessons**. Contaduría y Administración. Distrito Federal: Universidad Nacional Autónoma de México. 2006. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/26471920_The_Rise_and_Collapse_of_Enron_Financial_Innovation_Errors_and_Lessons. Acesso em 03 dez. 2021.

MONTEIRO, Mariana Ferrari M. S. **A Alocação de Risco para as Partes à Luz da Teoria do *Design* Contratual**. Sorocaba: Cadernos Jurídicos da Faculdade de Sorocaba/PR. Ano 02. N. 01. 2020. pp. 223-242.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa Contemporânea e Direito Societário**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002

MUSSI, Luiz Daniel Haj; CARVALHO, Ricardo Siqueira de. **Análise Econômica do Direito e o Poder de Controle Externo nas Sociedades Anônimas**. In KLEIN, Vinicius; RIBEIRO, Marcia Carla P. (Org.). **Reflexões Acerca do Direito Empresarial e Análise Econômica do Direito**. 1ª Ed. Curitiba: GEDAI-UFPR, 2014. pp. 162-187.

NARDI, Paula Carolina C. **Gerenciamento de Resultados Contábeis e a Relação com o Custo da Dívida das Empresas Brasileiras e Capital Aberto**. Ribeirão Preto: Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2008. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-28042009-110359/publico/PaulaCarolinaCNardi.pdf>. Acesso em 25 fev. 2022.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Direito Societário Avançado**. Apostila. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio. 2020.2.

NASSIF, Elaina. SOUZA, Crisomar Lobo. **Conflitos de Agência e Governança Corporativa**. Caderno de Administração. Vol. 7. n. 1. São Paulo: Revista do Dep. de Administração da FEA. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Jan-dez. 2013, pp. 01-20.

NEGRÃO, Ricardo. **Curso de Direito Comercial e de Empresa: Teoria Geral da Empresa e Direito Societário**. Vol. 01. 16ª Ed. São Paulo: Saraiva. 2020.

NIXIT, Avinash K.; NALEBUFF, Barry J. **Thinking Strategically: The Competitive Edge in Business, Politics, and Everyday Life**. New York: W. W. Norton & Company. 1993.

NORTH, Douglass. *Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance*. San Francisco: ICS Press. 1992.

NORTH, Douglass. *Institutions, Institutional Change and Economics Performance*. Nova Iorque: Cambridge Press, 1994.

NORTH, Douglass C. *Economic Performance Through Time*. The American Economic Review, vol. 84, no. 3, 1994, pp. 359–368. Disponível em: <www.jstor.org/stable/2118057>. Acesso em 30 abr. 2021.

NUNES, Marcelo Guedes; BERGER, Renato. **Observatório do Mercado de Capitais: Atividade Disciplinar da CVM**. Associação Brasileira de Jurimetria. Relatório de 12 de novembro de 2020. Disponível em: <https://abj.org.br/cases/obsmc/>. Acesso em 20 jul. 2021.

OLIVEIRA, Fabricio de Souza. MOURA, George S. **A Business Judgment Rule na Responsabilidade Civil**. Migalhas: Coluna do IBERC. 2021. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-de-responsabilidade-civil/339861/a-business-judgment-rule-na-responsabilidade-civil>. Acesso em 05 fev. 2022.

PACCES, Alessio M. **Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers**. New York: Routledge. 2012.

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013.

PARODI, Lorenzo. **Manual das Fraudes**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Brasport. 2008.

PELEIAS, Ivam Ricardo *et al.*, **Banco Panamericano: Um Problema de Governança Corporativa?** Chapecó: Revista de Gestão Organizacional. Vol 05. N. 01. 2012. pp. 117-129.

PEREIRA, Anísio C.; SOUZA, Wessley do Nascimento de. **Um Estudo sobre a Atuação da Auditoria Interna na Detecção de Fraudes nas Empresas do Setor Privado no Estado de São Paulo**. São Paulo: Revista Brasileira de Gestão e Negócios da Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado. v. 7, n. 19. 2005, pp. 46-56. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/947/94771905.pdf>. Acesso em 28 fev. 2022.

PETERS, Marcos. **Implementando e Gerenciando a Lei Sarbanes-Oxley: Governança Corporativa Agregando Valor aos Negócios**. 1ª Ed. São Paulo: Editora Atlas. 2007.

PINDYCK, Robert. RUBINFELD, Daniel. **Microeconomia**. 8ª Edição. Trad. Daniel Vieira. São Paulo: Pearson. 2013.

PINTO JR, Helder Q. PIRES, Melissa Cristina P. **Assimetria de Informações e Problemas Regulatórios**. Nota Técnica ANP n. 9, 2000. Disponível em: <https://www.gov.br/anp/pt-br/centrais-de-conteudo/notas-e-estudos-tecnicos/notas-tecnicas/arquivos/2000/nota-tecnica-9-2000.pdf>. Acesso em 11 jan. 2022.

POHLMANN, Marcelo Coletto *et al.* **Impacto da Especificidade de Ativos nos Custos de Transação, na Estrutura de Capital e no Valor da Empresa**. São Paulo: Revista de Contabilidade e Finanças – USP. Edição Especial, 2004. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/ygJf47vqsp4GSPT7kK6JFb/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em 18 abr. 2022.

PONDÉ, João Luiz. **Nova Economia Institucional: Roteiro de Curso**. Volume I. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio. 2007.2.

POSNER, Eric; SALAMA, Bruno M. **Análise Econômica do Direito Contratual**. 1ª edição. São Paulo: Editora Saraiva, 2010. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788502142534/>. Acesso em: 25 jul. 2021.

POSNER, Richard A. **Economic Analysis of Law**. 9ª ed. New York: Wolters Kluwer, 2014.

PUTNAM, Robert. **Making Democracy Works: Civic Traditions in Modern Italy**. New Jersey: Princeton University Press. 1993.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Curso de Direito Empresarial: o novo regime jurídico-empresarial brasileiro**. Salvador: JusPodivm, 2009.

RIBEIRO, Márcia Carla Pereira *et al.* **Mecanismos Jurídicos e Econômicos para a Transferência de Tecnologia: Um Estudo de Caso**. Revista Direito GV. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, v. 13, n. 1. 2017. pp. 46-68. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/xsprknH8tWQXpmpVZxNYSc/?lang=pt&format=pdf>. Acesso em 27 fev. 2022.

ROPPO, Enzo. **O Contrato**. Coimbra: Ed. Almedina. 2009.

SALAMA, Bruno M., BRAGA, Vicente P. M. **Dever de Diligência do Conselheiro de Administração: Lições da Jurisprudência Administrativa nas Companhias Abertas**. In Governança Corporativa: Avanços e retrocessos. Org. Maristela Abla Rossetti. Andre Grunspun Pitta. São Paulo: Quartier Latin do Brasil. 2017

SALAMA, Bruno Meyerhof. **O que é Pesquisa em Direito e Economia?** Cadernos DIREITOGV. v. 5, n. 2. Estudo 22. São Paulo: FGV Direito SP. 2008

SANTOLIM, Cesar. **Behavioral Law and Economics e a Teoria dos Contratos.** Revista Jurídica Luso-Brasileira. Ano 1 (2015), n. 03. Lisboa: CIDP. pp. 407 – 430.

SCOTT, Robert; TRIANTIS, George. **Anticipating Litigation in Contract Design.** New Heaven: The Yale Law Journal. Vol. 115. 2006. pp. 814-879.

SCOTT, Robert; TRIANTIS, George. **Principles of Contract Design.** Yale Law Journal, Vol. 115, 2005-06. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=722263>. Acesso em 10 nov. 2021.

SCOTT, Robert; TRIANTIS, George. **Incomplete Contracts and the Theory of Contract Design.** Case Western Reserve Law Review. Vol. 56:1. 2005. Pp. 187-201. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.case.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1634&context=caselrev>. Acesso em 06 mar. 2022.

SCOTT, W. Richard. **Institutions and Organizations: Foundations for Organizational Science.** Thousand Oaks: Sage Publications, Inc. 1995.

SHEPHERD, J.C. **The Law of Fiduciaries.** Toronto: The Carswell Company Limited. 1981. Pp. xxix – 386.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli *et al.* **Efeitos dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras.** São Paulo: Revista de Administração USP. v. 39, n. 04, pp. 362-372. 2004. Disponível em: <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3904362a372.pdf>. Acesso em 14 mar. 2022.

SMITH, Adam. **Riqueza das Nações.** V. 2. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1983.

SQUEFF, Ayke C. B. **A Importância do Formulário F-20 para o Levantamento de Risco e Remuneração do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva.** Brasília: Uniceub. 2015. Disponível em: <https://repositorio.uniceub.br/jspui/bitstream/235/7594/1/21200080.pdf>. Acesso em 07 dez. 2021.

SROUR, Gabriel. **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras.** Rio de Janeiro: Revista Brasileira de Economia. Out/Dez 2005. pp. 635-374.

SUSTEIN, Cass R. THALER, Richard. JOLLS, Christine. **A Behavioral Approach to Law and Economics.** 50 Stanford Law Review. 1998, pp. 1471-1550. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=12172&context=journal_articles. Acesso em 24 jun. 2020.

SZTAJN, Rachel. **Supply Chain e Incompletude Contratual**. 2010. Disponível em: <https://www.yumpu.com/pt/document/read/12641767/supply-chain-e-incompletude-contratual-systemas-revista-de->. Acesso em 09 fev. 2022.

SZTAJN, Rachel. **Notas sobre o Conceito de Empresário e Empresa no Código Civil Brasileiro**. Fortaleza: Pensar. v. 11, p. 192-202. Fev. 2006.

SZTAJN, Rachel. **Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados**. São Paulo: Atlas, 2004

TALEB, Nassim Nicholas. **A Lógica do Cisne Negro: O Impacto do Altamente Improvável**. Rio de Janeiro: Best Business. 9ª ed. 2015.

TALEB, Nassim Nicholas. **Arriscando a própria pele: Assimetrias ocultas no cotidiano**. Objetiva, 2018.

THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 28.

TIMM, Luciano B. BRENDLER, Gustavo. **Análise Econômica da Propriedade Intelectual: Commons vs. Anticommons**. São Paulo: Anais do XVIII Congresso Nacional do Conpedi.2009.

TIMM, Luciano B.; YEUNG, Luciana. **A Análise Econômica dos Contratos**. Valor Econômico, 2016. Disponível em: <https://www.valor.com.br/legislacao/4790221/analise-economica-dos-contratos>. Acesso em 09 jul. 2020.

TIMM, Luciano B. **Parecer ao Conselho Federal da Ordem dos Advogados do Brasil**. 2018. Disponível em: <http://s.oab.org.br/arquivos/2018/11/059092dc-2319-455d-bdc8-6c98e7de2a02.pdf>. Acesso em 19 mai. 2021.

TIMM, Luciano B. **Direito e Economia no Brasil**. Indaiatuba: Editora Foco. 2021.

TORRES, Dennis José A., RIBEIRO, Márcia Carla P. **Análise Econômica do Direito: Da Teoria à Prática**. Curitiba: Editora Íthala, 2018.

TOYOSHIMA, Silvia Harumi. **Instituições e Desenvolvimento Econômico: Uma Análise Crítica das Ideias de Douglass North**. São Paulo: Est. Econ. V. 29, n. 01. 1999. pp. 95-112.

TURLEY, Stuart; ZAMAN, Mahbub. **The Corporate Governance Effects of Audit Committees**. Manchester: Journal of Management and Governance. Vol. 08. 2004. pp. 305-332. Disponível em: https://scholar.google.com.br/scholar_url?url=https://www.research.manchester.ac.uk/portal/files/26886470/POST-PEER-REVIEW-PUBLISHERS-DOCUMENT.PDF&hl=pt-BR&sa=X&ei=AqImYtjxL4ytmwHpuproBg&scisig=AAGBfm3ExWAQPaG1HG20nuqxXp_Q1LcIVQ&oi=scholar. Acesso em 04 mar. 2022.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. **Julgamento sob Incerteza: Heurísticas e Vieses**. In: Kahneman, Daniel. **Rápido e Devagar: duas formas de pensar**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Empresarial**. 10ª Ed. São Paulo: Atlas, 2020.

WEFFORT, Elionor Farah J., *et al.* **Banco Panamericano: Um Problema de Governança Corporativa?** Revista de Gestão Organizacional (RGO), vol. 05, n. 01. Jan/Jul, 2012. pp. 117-129. Disponível em: <https://bell.unochapeco.edu.br/revistas/index.php/rgo/article/view/1251>. Acesso em 03 mar. 2022.

WILLIAMSON, Oliver E. **Market and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications**. New York: The Free Press. 1975

WILLIAMSON, Oliver E. **The Mechanism of Governance**. New York: Oxford University Press. 1996.

WILLIAMSON, Oliver E. **Contract and Economic Organization**. In: BROUSSEAU, Eric; GLACHANT, Jean Michel. *The Economics of the Contracts: Theories and Applications*. Cambridge: University Press, pp. 49-58. 2002.

WILLIAMSON, Oliver. ***The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting***. Londres: Collier Macmillan Publishers, 1985.

WILLIAMSON, Oliver. **The New Institutional Economics**. Journal of Economic Literature. Vol. 38. Sep. 2000.

ZOLANDECK, João Carlos A. **A Teoria da Agência Internalizada no Contrato Como Ferramenta Para o Pleno Exercício do Controle nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Empório do Direito. 2018. Disponível em: <https://emporiiododireito.com.br/leitura/a-teoria-da-agencia-internalizada-no-contrato-como-ferramenta-para-o-pleno-exercicio-do-controle-nas-sociedades-anonimas>. Acesso em 15 jul. 2020.