

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

GAUDÊNCIO MITSUO KASHIO

**O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
COMO MECANISMO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

SÃO PAULO

2007

GAUDÊNCIO MITSUO KASHIO

O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
COMO MECANISMO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Dissertação apresentada à Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito Político e Econômico.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Fortes
Barbosa Filho

SÃO PAULO

2007

K19c Kashio, Gaudêncio Mitsuo.

O Conselho de Administração como mecanismo de governança corporativa / Gaudêncio Mitsuo Kashio. – 2007
121 f. ; 30 cm.

Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico) –
Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007.

Bibliografia: f. 116-121

1. Mercado de capitais. 2. Governança corporativa. 3.
Conselho de Administração.

CDD 342.23

GAUDÊNCIO MITSUO KASHIO

O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
COMO MECANISMO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Dissertação apresentada à Universidade
Presbiteriana Mackenzie como requisito
parcial para obtenção do título de Mestre em
Direito Político e Econômico.

Aprovado em 25 de setembro de 2007.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Marcelo Fortes Barbosa Filho – Orientador
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Manoel de Queiroz Pereira Calças
Faculdade Autônoma de Direito de São Paulo

À minha esposa, pelo apoio a este trabalho
e compreensão nas horas ausentes.

Aos meus pais, por acreditarem em mim.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus, fonte de toda sabedoria e por ter me concedido saúde, graça e luz para os desafios da vida.

Ao Prof. Dr. Marcelo Fortes Barbosa Filho, orientador sempre disposto a apoiar e a incentivar. Agradeço pelos momentos que se dedicou a ensinar-me.

Ao Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso, pelo incentivo e sugestões apresentadas no momento do exame de qualificação.

Ao Prof. Dr. Manoel de Queiroz Pereira Calças, pelos comentários e correções feitas a este trabalho no momento do exame de qualificação.

Ao Prof. Dr. Luís Eduardo Schoueri, pelo que me apoiou no início dessa caminhada.
À Sra. Noêmia Ikehara, pela bondade e sempre disposta a ajudar.

Aos professores e funcionários da Pós-Graduação Mackenzie, pelo incentivo e ajuda à realização deste trabalho.

Ao Sr. Mário Urbinati, minha gratidão pelo apoio e tempo dedicado a compartilhar o seu conhecimento.

RESUMO

Um mercado de capitais desenvolvido pressupõe mecanismos que favoreçam os recursos privados a financiar investimentos de longo prazo. A inserção do Brasil no processo de globalização financeira resultou em um forte fluxo de ingresso de capital estrangeiro para investimento. Aliado esse fator à crise de credibilidade das informações divulgadas pelas empresas provocada, principalmente, pelas recentes fraudes de companhias norte-americanas, ressaltaram a importância de práticas institucionais que enfatizem maior transparência e atuação de um órgão responsável pela fiscalização e avaliação da gestão social. Essas práticas que visam à proteção do direito dos investidores sintetizam os conceitos de governança corporativa. O exercício da política institucional de governança corporativa demanda a atuação do Conselho de Administração, que é um órgão social deliberativo investido pela lei para, entre outras competências, garantir transparência e um controle de qualidade das informações divulgadas pela empresa. Assim, o desenvolvimento do mercado de capitais passa pelo Conselho de Administração como mecanismo das boas práticas de governança corporativa.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Governança corporativa. Conselho de administração.

ABSTRACT

A full-fledged capital market calls for mechanisms that favor the channeling of private funds into long-term investments. The presence of Brazil in the global financial scenario has translated into a robust inflow of foreign capital for investment purposes. Along with this factor, the credibility crisis that affected corporate disclosures (notably prompted by the recent frauds detected in US corporations) has highlighted the importance of institutional practices that focus on greater transparency and on the instrumental role of a body in charge of monitoring and assessing corporate management activities. These practices targeted at protecting investor rights have evolved into what is currently known as corporate governance. The adoption of corporate governance as an institutional policy demands an active presence of the Board of Directors, which is the company's decision-making body that has legal authority (among other duties) to ensure corporate transparency and to control the quality of corporate disclosures. All things considered, a developed capital market counts on the Board of Directors as an effective mechanism for the adoption of good corporate governance practices.

Key words: Capital market. Corporate governance. Board of Directors.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Estrutura de funcionamento da governança corporativa	32
Quadro 2	Comparativo dos Níveis 1, 2 e Novo Mercado	41
Quadro 3	Composição do Conselho de Administração	61
Quadro 4	Percentual mínimo do capital votante em face do capital social para solicitação do voto múltiplo	64
Quadro 5	Pesquisa com investidores em 31 países sobre a concordância no pagamento de <i>stock options</i> aos administradores	78
Quadro 6	Pesquisa com investidores em 31 países sobre questões que influenciam na tomada de decisão para investimentos	102

SUMÁRIO

1. APRESENTAÇÃO	13
1.1 Introdução	13
1.2 Delimitação do problema	18
1.3 Objetivo	19
2. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO COMO MECANISMO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	21
2.1 Introdução	21
2.2 Definição de Governança Corporativa	24
2.3 Teoria da Agência	26
2.3.1 Problemas de Agência	27
2.3.2 Os custos da Agência	28
2.3.3 Fatores que contribuem para a solução	29
2.4 Teoria dos custos da transação	30
2.5 Mecanismos de Governança Corporativa.....	31
2.6 Governança Corporativa no Mundo.....	34
2.7 Governança Corporativa no Brasil.....	37
2.7.1 Níveis diferenciados de governança corporativa.....	39
2.8 O Conselho de Administração como mecanismo de Governança Corporativa .	41
2.8.1 A atribuição do Conselho de Administração.....	45
2.8.2 Orientação geral nos negócios	48
2.8.3 Eleição da diretoria	48
2.8.4 Fiscalização.....	49

2.8.5	Convocação da assembléia geral	51
2.8.6	Relatório da diretoria	52
2.8.7	Manifestação prévia dos negócios jurídicos	53
2.8.8	Emissão de ações e bônus	54
2.8.9	Autorizar alienação e constituição de ônus	54
2.8.10	Auditores independentes	55
2.8.11	Composição do Conselho de Administração	56
2.8.12	Tamanho do Conselho de Administração	60
2.8.13	Voto múltiplo	62
2.8.13.1	Voto múltiplo e voto em separado	68
2.8.14	Remuneração	73
2.8.14.1	Natureza jurídica da relação entre sociedade e administrador	73
2.8.14.2	Natureza da remuneração	75
2.8.15	Deveres e Responsabilidades	78
2.8.15.1	Dever de diligência	79
2.8.15.2	Finalidade das atribuições e desvio de poder	81
2.8.15.3	Dever de lealdade	84
2.8.15.3.1	<i>Insider trading</i>	87
2.8.15.4	Conflito de interesses	91
2.8.15.5	Dever de informar	93
2.8.15.6	Tratamento eqüitativo aos acionistas	99
2.8.15.7	Ética	99
2.8.15.8	Avaliação e orientação da estratégia	100
2.8.15.9	Eficácia das orientações	101

2.8.15.10	Integridade do sistema de contabilidade e informações financeiras.....	101
2.8.15.11	Responsabilidade dos Administradores	103
2.8.15.11.1	Ação de responsabilidade.....	108
2.8.15.11.2	Leis esparsas	111
3.	CONCLUSÃO	114
	REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA	116

1. APRESENTAÇÃO

1.1 Introdução

A discussão sobre o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil é pauta recorrente nas últimas décadas, em especial a partir de 1990 pela abertura do ambiente econômico e financeiro nacional às divisas externas.

Um mercado de capitais desenvolvido pressupõe mecanismos que favoreçam os recursos privados a financiar investimentos de longo prazo. A literatura acadêmica da área econômica observa que o mercado de capitais de longo prazo não se sustenta em um ambiente de baixa previsibilidade da economia, de normas regulatórias ineficazes e de inexpressiva presença do arcabouço jurídico. De fato, os fatores que tendem a garantir a estabilidade da economia, a implantação de normas que visem a proteção do investidor minoritário e o aumento da transparência das informações ao público induzem, pela experiência dos países desenvolvidos, ao progresso do mercado de capitais.

Nesse sentido, o Ministério da Fazenda,¹ em estudo realizado sobre meios de consolidação da estabilidade macroeconômica, avaliou um conjunto de medidas a serem adotadas para alcançar esse fim, que, em síntese, pode ser delimitado em três pontos: redução do custo de investimento, fortalecimento do ambiente de negócios e proteção social efetiva.

Por redução do custo de investimento, o Ministério da Fazenda

¹ MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Os avanços do Governo Lula. O Brasil está crescendo. Consolidando a agenda para o crescimento*. Estudo realizado em junho 2004, p. 21.

conceituou como o “aperfeiçoamento do mercado de crédito imobiliário, instrumentos de securitização de créditos e lei de falências”. Por fortalecimento do ambiente de negócios, consideram-se as “melhores condições para o investidor (custos, retorno, redução de incerteza, crédito e informação)”. A proteção social efetiva resulta na “melhora da qualidade do ajuste fiscal e do gasto público para aumentar a eficiência dos programas sociais”.

Dentre essas medidas ditas estruturais, limitamos nosso trabalho na análise de um dos temas referente ao fortalecimento do ambiente de negócios, qual seja, a atuação do Conselho de Administração como mecanismo de governança corporativa.

As práticas de governança corporativa representam mecanismos capazes de proporcionar maior transparência aos agentes envolvidos com a companhia, desde os acionistas (*shareholders*) até os clientes, fornecedores, empregados, sociedade e Governo (*stakeholders*); de minimizar a assimetria de informações entre os administradores e os investidores; de assegurar o direito aos acionistas de obterem vantagens iguais ou próximas das obtidas pelo bloco controlador em caso de alienação do controle da companhia.

As recentes crises geradas por fraudes contábeis com conivência dos auditores independentes, como os casos Enron, WorldCom e Parmalat, ressaltaram a importância de práticas institucionais que enfatizem a transparência e a atuação de um órgão fiscalizador da gestão executiva.

De outra parte, o processo de globalização financeira com forte fluxo de ingresso de capital estrangeiro investidor trouxe à evidência a

necessidade de adequação da legislação à nova realidade que demanda normas regulatórias que visem à proteção e ao respeito dos direitos dos investidores.

Deve-se ainda lembrar que a atuação como fonte de recursos e intervencionista do Estado reduziu-se para regulamentadora, tendo por meta a intervenção apenas como agente organizador da estrutura política e econômica do mercado.

A reforma da Lei das S.A., a partir de 2001,² foi um importante avanço para que o mercado de capitais brasileiro iniciasse as práticas da boa governança corporativa. Vale lembrar que desde 2000, a Bovespa já utilizava critérios que possibilitavam que as empresas fossem classificadas em níveis de acordo com padrões de governança.

Nesse passo, Solange Vieira e André Mendes, economistas do BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social,³ destacam que:

Durante muito tempo os acionistas brasileiros, institucionais ou não, posicionaram-se fora da gestão da empresa, o que induzia a uma administração pouco transparente e que muitas vezes não objetivava a maximização dos resultados da empresa a longo prazo. Imbuir os acionistas brasileiros do espírito de propriedade que sua ação representa é uma tarefa importante que pode ser fortalecida com boas práticas de governança corporativa.

² Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.

³ VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. *Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro*. Revista do BNDES, v. 11, n. 22, Rio de Janeiro, dez. 2004, p. 104.

A política da boa governança tende a reduzir o custo do capital, uma vez que aumenta a credibilidade dos dados divulgados pela empresa, sem o viés da incerteza da existência de fraude oculta, o que, por consequência, induz à diminuição da volatilidade dos investimentos.

A busca da maior transparência, que transmite maior previsibilidade da política da empresa, “parece ser um crucial catalisador do avanço do mercado de capitais”, conclui Nilson Teixeira.⁴

O desenvolvimento do mercado de capitais passa pela percepção do “espírito de propriedade”⁵ dos acionistas, obtido pelo tratamento equânime entre os investidores, pela simetria e qualidade das informações, no que implica na manutenção do investimento a longo prazo para contribuir com a perenidade da empresa. Nesse sentido, ressaltam Berle e Means.⁶

O homem de renda média continuará investindo voluntária ou involuntariamente em ações? Receberá um tratamento que mantenha sua confiança e continuará constituindo um mercado para as ações? Ou, por outro lado, será forçado a permanecer no setor acionário pelo fechamento do acesso a todos os outros campos onde poderia investir suas economias?

(...) O investidor pode prever a possibilidade de que o sistema acionário continuará, no futuro, a recorrer a suas economias; na

⁴ TEIXEIRA, Nilson. *Avanços e desafios na reforma do mercado de capitais brasileiro*. Instituto de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças. Rio de Janeiro, 2004, p. 2.

⁵ VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira, *in op. cit.*, p. 104.

⁶ BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Os Economistas. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultura, 1984, pp. 80-81.

verdade, provavelmente encontrará seu lugar no sistema, determinado mais por esse fator do que por qualquer outro aspecto isolado, pois se deve continuar sendo um fornecedor de capital para que as sociedades anônimas cresçam, será preciso manter sua confiança.

Se a previsibilidade da política da empresa advém da maior transparência, esta é alcançada pela atuação do órgão social competente para preservar os direitos dos acionistas: o Conselho de Administração.

O Conselho de Administração é o órgão representante dos proprietários do capital⁷ e, como tal, a lei o investe da competência de fiscalizar e avaliar a gestão dos diretores, de convocar assembléia geral quando julgar conveniente, de escolher os auditores independentes, de solicitar informações da empresa, entre outras funções deliberativas e de orientação geral dos negócios da companhia.

A atuação do Conselho de Administração deve se pautar “no melhor interesse da empresa e dos acionistas”, ressalta a OCDE.⁸ A convergência do interesse de ambos é a maior transparência da companhia, porque, para a empresa, reduzirá o custo de capital, e, para os acionistas, a disposição em investir.

Assim, o Conselho de Administração mostra-se como um mecanismo eficaz das melhores práticas da governança corporativa.

⁷ A Bovespa, nos níveis diferenciados de governança corporativa, estabelece o número mínimo de 5 membros do Conselho de Administração para tornar eficaz a utilização do voto múltiplo, cujo sistema aumenta as chances de participação dos acionistas minoritários no quadro deliberativo.

⁸ OCDE - Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. *Os Princípios da OCDE sobre o governo das sociedades*. 2004, p. 24.

1.2 Delimitação do problema

A adoção de Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa é recomendação dos agentes de mercado. A estrutura da governança corporativa é um dos pilares para o desenvolvimento sustentável da empresa, no que conduz à favorabilidade dos negócios efetuados no ambiente do mercado de capitais. A Bovespa⁹ esclarece:

A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação.

Em geral, tais códigos exprimem a necessidade da participação ativa e independente do Conselho de Administração, a transparência das informações e o tratamento igualitário entre os acionistas.

O Conselho de Administração é um dos principais mecanismos da governança corporativa. No sistema bipartido, em que há separação das funções de controle e monitoramento das funções de execução, o conselho adquire relevância essencial na proteção dos direitos dos acionistas, no sentido de evitar a expropriação de suas riquezas pelos gestores da companhia, bem como alinhar os interesses das partes. Berle e Means¹⁰ expõem didaticamente:

⁹ Informação obtida no sítio da Bovespa.

¹⁰ BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Os Economistas. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultura, 1984, p. 125.

Se admitirmos que o desejo de *lucro pessoal* é a força motriz do controle, devemos concluir que os interesses do controle são diferentes e que muitas vezes se opõem radicalmente aos da propriedade; devemos concluir também que, muito significativamente, os proprietários não serão bem servidos por um grupo de controle que vise o lucro.

As atribuições do Conselho de Administração, em síntese, são de contribuir com a consolidação e manutenção da credibilidade do investimento via mercado de capitais. Têm por fundamento garantir a transparência das informações; monitoramento da gestão da companhia; assegurar a equidade na relação entre os acionistas, majoritários e minoritários; evitar conflitos de agências entre os gestores, acionistas e demais partes interessadas.¹¹

1.3 Objetivo

A atuação do Conselho de Administração é tema recorrente nos trabalhos e estudos de governança corporativa. A ele lhe é atribuído, diante de sua função primordial de monitoramento dos negócios da companhia, o sucesso ou fracasso do empreendimento e, por consequência, como instituto de destaque no desenvolvimento do mercado de capitais.

As atribuições do conselho têm por diretrizes fundamentais estabelecer estratégias para a empresa, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente, sob a premissa que tais competências

¹¹ *Stakeholders* são as demais partes interessadas, quais sejam, clientes, fornecedores, funcionários, sociedade e governo.

são realizadas com diligência, lealdade e transparência. Suas atribuições são indelegáveis e essenciais para a manutenção da confiança do investidor.

A composição do conselho também assume importante destaque. Ressalta o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa¹² que:

(...) nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo e que exerçam, de fato, sua função legal. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos nas empresas, na maioria das vezes decorrentes de abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros), erros estratégicos (decorrentes de muito poder concentrado numa só pessoa, normalmente o executivo principal), ou fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflitos de interesses).

Assim, este trabalho tem por objetivo demonstrar que o exercício da política institucional das boas práticas de governança corporativa demanda a atuação do Conselho de Administração, cujos deveres e atribuições por tem finalidade garantir um tratamento igualitário entre os acionistas, assegurar maior transparência e controle de qualidade das informações divulgadas pela companhia.

¹² Informação obtida no sítio do IBGC.

2. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO COMO MECANISMO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1 Introdução

O movimento da governança corporativa teve início nos Estados Unidos, onde acionistas institucionais passaram a questionar as corporações cuja administração não expressava confiabilidade para garantir o retorno do capital investido.

No Brasil, a corrente é mais recente. Historicamente, o mercado de capitais era fonte secundária de financiamento das companhias, que se empenhavam com seus próprios lucros e por fontes governamentais.

A abertura econômica e financeira do mercado nacional na década de 90 afetou diretamente as companhias ao inseri-las em uma economia de mercado concorrencial globalizado. O financiamento para modernização do setor produtivo privado tornou-se imprescindível.

Por outro lado, a crescente demanda social pela funcionalidade das atividades básicas do Estado (educação, saúde, previdência social, transporte e outros) atingiu a própria diretriz estatal de provedor e regulamentador para apenas regulamentador. Os recursos financeiros da administração pública tornaram-se escassos para suprir as necessidades sociais e simultaneamente investir nas áreas típicas do setor privado.

As companhias nacionais precisavam investir na modernização de sua estrutura para fazer frente à competição internacional. Os recursos necessários

para a alavancagem somente poderiam ser atendidos pelo crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais nacional, tal como experimentado pelas nações desenvolvidas.

Nesse contexto, José Roberto Mendonça de Barros *et al.*¹³ destacam:

O tradicional preconceito em relação ao mercado de capitais no Brasil vem sendo substituído por uma visão mais moderna que valoriza sua importância como fonte de financiamento da economia e, conseqüentemente, vê no seu desenvolvimento condição *sine qua non* para a retomada do crescimento sustentado. Mais ainda, o fortalecimento do mercado de capitais é a forma mais eficiente de se evitar a desnacionalização da economia na medida em que permite o crescimento e a conseqüente valorização de nossas empresas.

Diferentemente das companhias norte-americanas em que o controle acionário é amplamente pulverizado, cujo principal conflito centra-se na condução profissional da empresa, o caso brasileiro é de controle acionário altamente concentrado e, em razão disso, os maiores problemas surgem dos interesses divergentes do acionista controlador e o acionista minoritário. Os professores Fábio Comparato e Calixto Salomão Filho¹⁴ enfatizam que a atividade empresarial deve ser exercida “no interesse social, isto é, de todos os sócios *uti socii*”.

A evitar a fragilidade do acionista minoritário em face dos interesses do

¹³ BARROS, José Roberto Mendonça; SCHEIKMAN, José Alexandre; CANTIDIANO, Luiz Leonardo; GOLDENSTEIN, Lídia; SILVA, Tereza Maria F. D. da; CARVALHO, Antonio G. *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. Estudo para o desenvolvimento do mercado de capitais. Junho de 2000, p. 7.

¹⁴ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 131.

majoritário e, por conseqüência, desestimular o investimento da sociedade no mercado de capitais, as medidas governamentais tiveram por foco principal a transparência e obrigatoriedade de determinadas informações a serem divulgadas.

Nesse passo, as práticas de governança corporativa brasileira voltaram-se à análise da proteção dos direitos do acionista minoritário. Por exemplo, o direito desses de vender suas ações em oferta pública, a preço de mercado e nas mesmas ou semelhantes condições obtidas pelos controladores, em caso de alienação do controle acionário (*tag along*).¹⁵

Vale observar que não foi deixado de considerar as outras áreas que também merecem atenção, como a identidade e autonomia do Conselho de Administração. É um órgão considerado como principal mecanismo de intersecção dos interesses do acionista controlador e do acionista minoritário, sob uma política institucional das boas práticas de governança corporativa.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC ¹⁶ ressalta a importância do Conselho de Administração de exercer as boas práticas de governança corporativa:

A empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras a transparência, a prestação de contas (*accountability*) e a equidade. Para que essa tríade esteja presente em suas diretrizes de governo, é necessário que o Conselho de Administração, representantes dos proprietários do capital (acionistas

¹⁵ Artigo 254-A, Lei nº 6.404/76. Em resumo, visa proteger os direitos dos acionistas minoritários tornando não freqüente a alteração do controle acionário, ao aumentar o custo de aquisição do controle e diminuir o valor obtido pelo controlador na transferência.

¹⁶ Informação obtida no sítio do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

ou cotistas), exerça seu papel na organização, que consiste especialmente em estabelecer estratégias para a empresa, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente. No entanto, nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo e que exerçam, de fato, sua função legal. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos nas empresas, na maioria das vezes decorrentes de abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da Diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros), erros estratégicos (decorrentes de muito poder concentrado numa só pessoa, normalmente o executivo principal), ou fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses).

2.2 Definição de Governança Corporativa

Não há classificações e definições certas ou erradas. Cada autor propõe a definir o objeto de estudo à forma que lhe convém ou que lhe parece mais apropriado, a depender do objetivo ou do ponto de vista do estudo.

O IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, na terceira edição revisada do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, dispõe:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas,, Conselho de Administração, Diretoria,

Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm como a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

A CVM – Comissão de Valores Mobiliários, por sua vez, define nos seguintes termos:

Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma companhia, ao proteger todas as partes interessadas como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

Nilson Teixeira¹⁷ destaca que:

O conceito de governança corporativa é muito abrangente e busca lidar com problemas relacionados a conflitos de objetivos tanto entre gestores e os acionistas como entre os acionistas controladores e os demais.

Sinteticamente, podemos definir a governança corporativa como o conjunto de mecanismos que visa ao monitoramento da administração das companhias, tendo por diretrizes, conforme IBGC, a transparência, a prestação de contas (*accoutability*) e a equidade. Segundo Armando Pinheiro,¹⁸ aponta-se a necessidade de haver (i) informações disponíveis para que credores e investidores

¹⁷ TEIXEIRA, Nilson. *Avanços e desafios na reforma do mercado brasileiro de capitais*. Instituto de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças. Rio de Janeiro, 2004, p. 20.

¹⁸ PINHEIRO, Armando Castelar. *Mercado de capitais e crescimento econômico: em direção a uma agenda de reformas*. Instituto de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças. Rio de Janeiro, 2004, p. 07.

possam avaliar corretamente o risco das empresas, (ii) uma distribuição justa de direitos entre o acionista controlador, de um lado, e credores e acionistas minoritários, de outro; e (iii) a adequada imposição (*enforcement*) das regras de disponibilização de informações e dos direitos de credores e acionistas minoritários.

2.3 Teoria da Agência

Os recentes debates sobre o aprimoramento da governança corporativa surgiram da necessidade de evitar a expropriação da riqueza dos acionistas (*shareholders*) por parte dos gestores (*insiders*) da companhia.

Na medida em que as ações da companhia são dispersas no mercado e a gestão dessa companhia está a cargo de executivos não acionistas, tem-se a separação da propriedade do controle da companhia. A questão é garantir que o comportamento desses executivos esteja alinhado com os interesses dos acionistas, ou seja, a maximização do valor das ações.

Se ambas partes, acionistas e gestores, atuam segundo os próprios interesses há uma forte tendência para os gestores não haja sempre para o melhor interesse da companhia.

Para o acionista, o interesse, em última instância, é a maximização do resultado da companhia após o pagamento dos custos dos fatores de produção. Uma vez que os investidores não obtêm nenhum outro benefício senão o resultado positivo da companhia, o único interesse é o aumento desse resultado.

O administrador, por sua vez, em geral, tem parcela de sua

remuneração vinculada ao valor das ações (*stock options*). Adicionalmente, podem ser detentores de informações desconhecidas pelo público (*insider information*). Nessa sistemática, os administradores ganham na alta das ações e exerceriam a opção de venda no momento oportuno, em detrimento dos demais acionistas dispersos no mercado de capitais que não detinham tais informações. Segundo Lawrence Gitman,¹⁹ na prática os administradores também estão preocupados com sua riqueza pessoal, segurança no emprego, estilo de vida e outras vantagens.

Em casos tais, em que os interesses do administrador se distinguem da do acionista, configura-se o chamado conflito de agência. Dessa forma, os mecanismos de governança corporativa são implantados para o monitoramento da condução administrativa dos gestores, diminuindo a assimetria das informações através da transparência, evitando-se os problemas de agência.

2.3.1 Problemas de Agência

Pode-se, assim, distinguir duas razões para o surgimento do conflito de agência: a inexistência de contrato completo e a inexistência de agente perfeito.

A inexistência de contrato completo se revela pelas próprias vicissitudes dos ambientes de negócio, ou seja, a impossibilidade de previsão de todos acontecimentos econômicos, sociais e políticos. A imprevisibilidade gera a dificuldade de investimento em posições a longo prazo.

¹⁹ GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Harbra, 1997, p. 19.

Nesse sentido, o contrato pactuado entre os acionistas e o gestor tem de prever circunstâncias em que a tomada de decisão do gestor competirá apenas em seu livre arbítrio (*ex ante*). As decisões nessas circunstâncias, posteriormente, podem gerar conflito de agência, na medida em que podem ter sido baseadas mais no interesse do administrador em face dos investidores.

A inexistência de agente perfeito deve-se à própria característica da natureza humana. Seus atos, em regra, baseiam-se visando seus próprios objetivos e predileções. Assim, os administradores estão mais propensos a decisões que lhe convenham e que solidifique sua posição à uma visão imparcial e proposital aos acionistas.

2.3.2 Os custos da Agência

Dessa forma, os acionistas incorrem em custos para harmonizar os interesses dos gestores aos seus. Em geral, de acordo com Rossetti e Andrade²⁰ tais custos são determinados em duas categorias: custos atribuíveis ao oportunismo dos gestores e custos incorridos pelos acionistas para o controle da gestão.

Na categoria de custos atribuíveis ao oportunismo dos gestores, entre outros, podem ser vislumbrados:

- (i) remunerações e benefícios excessivos autoconcedidos,
- (ii) resistência a operações vantajosas aos acionistas em decorrência de fusões ou cisões,

²⁰ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança corporativa – fundamento, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2004, p. 103.

- (iii) nepotismo e outras formas de proteção conflitante com o interesse corporativo,
- (iv) assimetria das informações,
- (v) gestão de resultados focados no curto prazo,
- (vi) falta de compromisso com a perpetuação da empresa.

De outra parte, na categoria dos custos incorridos pelos acionistas para o controle de gestão, podem ser discriminados:

- (i) custos de desenvolvimento de contrato,
- (ii) custos de implantação do contrato,
- (iii) custo de monitoramento da execução do contrato
- (iv) custo de prestação de contas do gestor ao acionista

2.3.3 Fatores que contribuem para a solução

Nas últimas décadas, os investidores institucionais, tais como fundos mútuos, companhias de seguro, fundos de pensão, que investem vultuosa importância têm-se se tornados mais ativos no controle da administração da companhia. Para assegurar a competência da administração e assegurar a minimização dos riscos, esses acionistas têm usado seu poder de voto para demitir administradores de baixo desempenho e substituí-los por outros.

Outra força de mercado que tem compelido a administração a desempenhar no melhor interesse dos acionistas é a possibilidade de aquisição hostil. Isto é, a aquisição do controle acionário por outra companhia, por

meio da oferta pública.²¹

O uso dos planos de incentivos também é bastante utilizado. O mais comum é a concessão de opções de ações (*stock options*) aos administradores. Essas opções permitem a compra de ações ao preço de mercado da época da concessão e, se houver valorização das ações, eles também serão beneficiados.²²

2.4 Teoria dos custos da transação

A teoria da agência, fundamentada nas economias em que o controle acionário é amplamente pulverizado, visa a mecanismos de governança corporativa que busque soluções entre a condução profissional do gestor e os interesses dos acionistas.

Entretanto, qualquer sistema de governança corporativa mantém relações de complementaridade com outros atores econômicos, como o mercado de trabalho, a organização interna de trabalho, entre outros. A eficiência de uma governança corporativa tem de ser mensurada em conjunto com as outras instituições complementares.

²¹ Os professores COMPARATO, Fábio e SALOMÃO FILHO, Calixto *in O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 247, indagam: “Se os diretores ou controladores da companhia visada por uma *take-over bid* opõem-se à operação, quais as medidas de defesa de que podem lançar mão? São, em geral, de dois gêneros. Procurarão demover os acionistas do seu intento de alienação das ações, prometendo ou conferindo uma série de vantagens, como dividendos suplementares e bonificações extraordinárias. Ou então tentarão intervir, direta ou indiretamente no mercado, para aquisição das ações.”

²² GITMAN, Lawrence, *in op. cit.* p. 21, relata um interessante caso: “a Liberty Media Corporation embarcou num festival de aquisições em dezembro de 1999. O fornecedor de programas de rede a cabo adquiriu o controle da Home Shopping Network e de sua rival, a QVC Networks. Em seguida, a Liberty Media associou-se à Sports Channel para criar uma rede de canais de esportes, transmitidos a 41 milhões de lares. A reação positiva de Wall Street elevou o preço das ações em doze vezes. Entre os favorecidos estava o presidente da Liberty Media, John Malone, que recebeu mais de 10 milhões em ações da Liberty Media, em lugar do salário. Estimativas conservadoras acerca do retorno obtido pelo presidente Malone superam \$ 150 milhões no período de dois anos. Ainda assim, quase não houve queixa dos investidores. Por exemplo, Willian Nygren, diretor de pesquisas de uma empresa com grande participação na Liberty Media afirmou: ‘É claro que não me importo de ser sócio do homem mais esperto do ramo, especialmente se ele tem seus próprios fundos comprometidos com o negócio’.”

Na teoria da agência, as relações com os *stakeholders*²³ são consideradas passivas e, portanto, ajustáveis ao mercado em que se inserem.

Na teoria dos custos da transação analisa-se o fluxo de transação entre a companhia e seus fornecedores ou clientes. Parte-se do pressuposto de que a dependência exclusiva de um fornecedor ou cliente pode sujeitar a companhia ao risco do oportunismo. Um sistema eficiente de governança corporativa, dessa forma, deveria prever mecanismos de continuidade das relações comerciais não influenciadas por um contrato de fornecimento ou com um cliente de exclusividade, de forma que não haja formação de preço desfavorável à companhia diante da dependência negocial.

O sistema ideal seria uma estrutura de governança corporativa que preveja uma minimização dos custos de agência e dos custos de transação.

2.5 Mecanismos de Governança Corporativa

Os mecanismos de Governança Corporativa vêm evoluindo e se consolidando no Brasil, em sintonia com as diretrizes do mercado de capitais internacional.

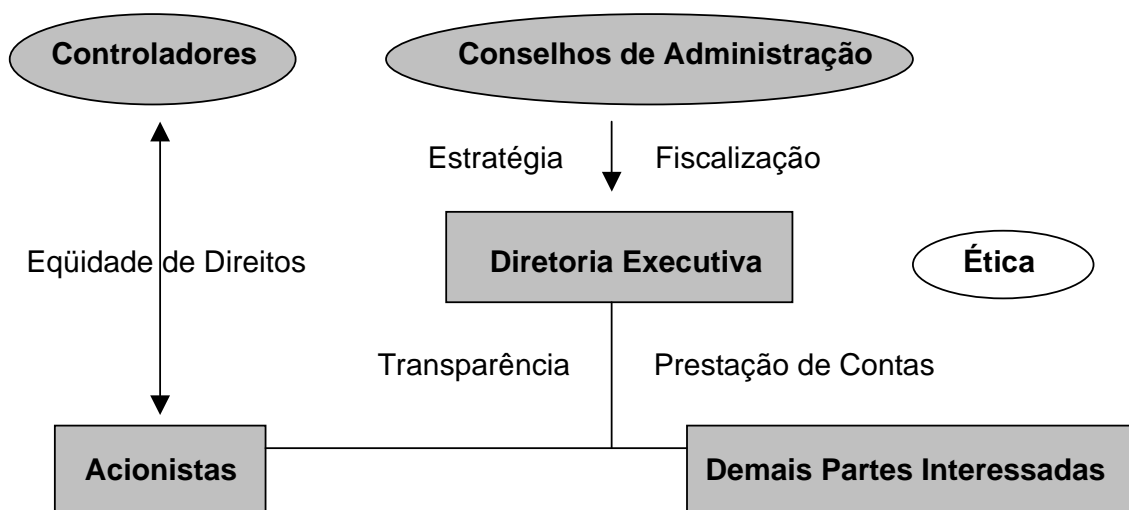
O grande avanço ocorreu com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, em 1995, com o objetivo de divulgar as boas práticas de Governança Corporativa. Em maio de 1999, em evento na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, o IBGC publicou o Código Brasileiro das

²³ Conforme exposto, *stakeholders* são as demais partes interessadas, quais sejam, clientes, fornecedores, funcionários, sociedade e governo.

Melhores Práticas de Governança Corporativa, tendo por fundamento os princípios enaltecidos pela OCDE – Organização para Cooperação do Desenvolvimento Econômico. O código foi atualizado em 2001 e, mais recentemente, em 2004.

Basicamente, de acordo com o IBGC, os mecanismos devem comportar a transparência, prestação de contas (*accountability*) e eqüidade. A companhia deve trabalhar para fortalecer e manter sua imagem institucional, de forma a valorizar suas ações e diminuir o custo de capital. Dessa, aos acionistas lhe são submetidas informações necessárias para precificação das ações, permitindo-lhes avaliar o risco do investimento. O mercado de capitais, por sua vez, mostra-se como alternativa viável para tomada de financiamentos, impulsionando o setor produtivo e fomentando o desenvolvimento da economia.

De acordo com Ribeiro Neto e Famá,²⁴ a estrutura da dinâmica de funcionamento da Governança Corporativa pode ser assim esquematizada:



²⁴ RIBEIRO NETO, Rubens Martinez; FAMÁ, Rubens. *A importância da governança corporativa na gestão das empresas – o caso do Grupo Orsa*. Estudo de caso. Finanças. 2003, p. 06.

A boa prática de governança corporativa determina mecanismos de controle que podem ser classificados em duas categorias: interno e externo.

Sinteticamente, de acordo com Rossetti e Andrade²⁵, temos os seguintes mecanismos de controle:

- mecanismos internos: (i) estrutura de propriedade, (ii) conselhos de administração, (iii) sistema de remuneração dos executivos, (iv) monitoramento compartilhado, (v) estruturas multivisionais de negócios.
- mecanismos externos: (i) ambiente legal e regulatório, (ii) padrões contábeis exigidos, (iii) controle pelo mercado de capitais, (iv) pressões de mercados competitivos, (v) ativismo de investidores institucionais, (vi) ativismo de acionistas.

Se, por um lado, os mecanismos de governança corporativa são aplicáveis a todas companhias de modo geral, há, por outro lado, ampla margem de trabalho para a prática de tais mecanismos às circunstâncias específicas enfrentadas por cada empresa. O IFC – International Finance Corporation e a OECD – Organization for Economic Co-operation and Development comentam que o “maior desafio da implementação reside em que cada empresa encontre seu próprio caminho na direção das soluções que se ajustam às suas circunstâncias específicas”.

O compromisso do órgão executivo e dos acionistas controladores é uma condição *sine qua non* para o sucesso da governança corporativa implementada. “A

²⁵ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *op. cit.*, p. 21.

empresa precisa contar internamente com fortes e ativos defensores da causa da Governança Corporativa”, destacam o IFC e a OECD.

Há ainda a necessidade de comunicar à sociedade conclusivamente o compromisso da companhia para com as metas planejadas. A credibilidade diante do mercado é essencial. O IFC e a OECD concluem:

As experiências das empresas-membros do Círculo de Companhias demonstram a contribuição que a boa governança pode dar ao desempenho operacional, e ao acesso e ao custo de capital.

As boas práticas da governança corporativa beneficiam as partes envolvidas, acionistas e administradores, e o próprio ambiente do mercado de capitais.

2.6 Governança Corporativa no Mundo

O sistema de governança corporativa adotado pelas empresas depende, em grande parte, dos mecanismos externos a qual está inserida. O Estado, regulador do sistema financeiro e legal, modela a formação do mercado de capitais local por meio de diversas medidas, entre elas, o modelo de governança corporativa. Assim, os países apresentam diferenças substanciais nos sistemas de governança.

Os mecanismos de governança estão em constante evolução. Economias de mercados avançados também buscam aprimorar seus sistemas. Fortes evidências dos problemas de governança no mercado norte-americano em 2001 expressam que o mecanismo deve acompanhar as mudanças de mercado

e avançar em direção a melhorias. Não há um estado ótimo de governança corporativa.

As principais diferenças entre os melhores modelos de governança dos países com forte mercado de capitais, enfatiza Rabelo,²⁶ “não dizem respeito ao modo como os sistemas financeiros canalizam *funding* para as corporações, mas sim à forma como a propriedade e o controle estão organizados na economia”.

Os países com o mercado de capitais em desenvolvimento, em especial a América Latina, lembra Pinheiro,²⁷ “tem sido pródiga em copiar as leis dos países mais desenvolvidos, mas falha em aplicá-las corretamente”.

De modo geral, os sistemas de governança podem ser classificados em controle corporativo interno e controle corporativo externo, conforme Rabelo²⁸.

Os sistemas de controle externo são verificáveis em países com grande número de empresas listadas em bolsa de valores, nos quais o direito de propriedade e controle são freqüentemente negociados. Tal sistema vigora, por exemplo, nos Estados Unidos e no Reino Unido.

Já os sistemas de controle interno apresentam um número pequeno de empresas listadas em bolsa de valores e o direito de propriedade e controle não são bastante negociados. Tal sistema predomina na Alemanha e no Japão.

As diferenças entre os sistemas afetam fundamentalmente três aspectos:

²⁶ RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. *Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção de integração entre as dimensões competitivas e financeiras*. Texto para discussão. IE/UNICAMP, n°77. Campinas, 1999, p. 08.

²⁷ PINHEIRO, Armando Castelar. *op. cit.*, p. 08.

²⁸ RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. *op.cit.*, p. 08.

(i) incentivos utilizados para alinhar o comportamento dos executivos com os interesses dos acionistas, (ii) mecanismos para disciplinar e reestruturar as empresas com fraco desempenho, e (iii) estruturas de financiamento e investimento e padrões de relacionamento entre as partes.

No tocante aos mecanismos disciplinares, a pulverização do controle acionário, no sistema de controle externo, dificulta a participação individual do acionista. Segundo Alexandre Silveira,²⁹ é difícil encontrar um acionista com mais de 10% das ações de uma empresa listada entre 500 maiores dos Estados Unidos. As formas mais comuns de monitorar a gerência da companhia é o apontamento de diretores independentes não-executivos pelos acionistas; incentivos na remuneração dos executivos vinculados a resultados favoráveis aos acionistas.

No sistema de controle interno, o relacionamento mais próximo entre os investidores torna o monitoramento mais ativo, reduzindo o custo de agência, o que não impede o cometimento de erros.³⁰ O mercado acionário é relativamente pequeno. A bolsa alemã, mostra Alexandre Silveira,³¹ possui uma capitalização de mercado equivalente a metade da bolsa de Londres.

No que se refere ao alinhamento dos interesses dos administradores aos dos acionistas, no sistema de controle externo, o objetivo é por meio do mecanismo de mercado via *equity*, enquanto no controle interno, é por meio do sistema bancário via *relationship banking*.

²⁹ SILVEIRA, Alexandre di Miceli. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação de mestrado apresentada na FEA-USP. São Paulo, 2002, p. 19.

³⁰ O *Financial Times*, mencionado por Rabelo, *op. cit.*, p. 11, anunciou um caso inédito dos acionistas da *Sumitomo Corporation* movendo uma ação de US\$ 1,6 bilhão contra cinco executivos da companhia pelas perdas de US\$ 2,6 bilhões no escândalo das transações no mercado de cobre.

³¹ SILVEIRA, Alexandre di Miceli. *op. cit.*, p. 23.

O sistema alemão e japonês apresenta um grande número de posse cruzada de ações entre as companhias, com forte participação dos bancos nas empresas tanto na qualidade de acionistas quanto de credores. O endividamento da companhia em favor dos bancos ajuda a submeter o administrador à constante inspeção do mercado, posto que cada novo empreendimento teria de ser financiado. A desvantagem desse sistema ocorre no eventual fracasso do empreendimento, em que a maior parte do ônus recairia sobre os credores/bancos.

No sistema de mercado via *equity* o controle é por meio da aquisição (*takeovers*) como mecanismo de resolução de conflitos. A ameaça de uma aquisição hostil³² restringe o comportamento dos executivos. Os investidores institucionais, lembra Flávio Rabelo,³³ “possuem um papel de destaque nesse sistema, tanto diretamente quanto por meio de diretores não-executivos, complementando a pressão disciplinadora das aquisições e avaliando as propostas de aquisições, quando estas surgem”.

2.7 Governança Corporativa no Brasil

Uma pesquisa realizada pela Mckinsey & Company e Korn Ferry International³⁴ traçou as principais características das empresas listadas em bolsa de valores no Brasil. Em síntese, o resultado foi a observância de:

(i) estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto

³² Como exposto anteriormente, significa uma aquisição por meio de oferta pública de ações.

³³ RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. *op. cit.*, p. 14.

³⁴ MCKINSEY & CO.; KORN FERRY INTERNACIONAL. *Panorama de governança corporativa no Brasil*. 2001. Disponível em <<http://kornferry.com.br>>.

- (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais),
- (ii) empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhadas por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes,
- (iii) presença de acionistas minoritários pouco ativos,
- (iv) alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores,
- (v) pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares,
- (vi) escassez de conselheiros profissionais no Conselho de Administração,
- (vii) remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante,
- (viii) estrutura informal do Conselho de Administração, com ausência de comitês par tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

A forte concentração das ações com direito a voto é característica marcante nas companhias abertas brasileiras, com quase ausência de propriedade acionária pulverizada.³⁵ A partir de uma amostra de 325 empresas privadas listadas na BOVESPA e não controladas pelo Estado,³⁶ foi constatada que o maior acionista, em média, detém 41% do capital social, com os cinco maiores acionistas detendo 61% do capital social. No caso de ações preferenciais (com direito a voto), a concentração é ainda maior: 62% das companhias possuem um acionista majoritário

³⁵ Excetua as Lojas Renner, com 100% do capital social disperso no mercado acionário.

³⁶ Pesquisa de VALADARES e REAL *apud* TEIXEIRA, Nilson, *op. cit.*, p.20.

com mais de 50% do capital votante.

Em decorrência da alta concentração do controle acionário, os membros do Conselho de Administração são, substancialmente, indicados pelo acionista controlador, o que induz ao conflito de agência.

Embora tenha havido um esforço legislativo, a Lei das S/A não reduziu de forma significativa os conflitos de agência, afirma Nilson Teixeira³⁷. Nesse sentido, a iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo introduz grande avanço no desenvolvimento do mercado de capitais.

Implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, cuja adesão é formalizada por meio de um contrato assinado pela BOVESPA, pela Companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores, são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas melhorias nas práticas de governança corporativa. De modo geral, conjuntamente com a legislação reformadora da Lei nº 6.404/76, essas empresas prevêm proteção aos direitos dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das informações divulgadas.

2.7.1 Níveis diferenciados de governança corporativa

³⁷ TEIXEIRA, Nilson. *op. cit.*, p. 20.

As diferenças entre os níveis de governança corporativa das empresas listadas na Bovespa (nível 1,³⁸ nível 2³⁹ e novo mercado⁴⁰) em comparação com o

³⁸ A companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais à legislação:

(i) melhoria nas informações prestadas, adicionando às informações trimestrais (ITR) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa,

(ii) melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa,

(iii) melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições,

(iv) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano,

(v) apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.,

(vi) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas,

(vii) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores,

(viii) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia,

(ix) quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

³⁹ As companhias listadas no Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis às companhias listadas no Nível 1 e, adicionalmente, outras obrigações que visam proteger o acionista minoritário. Por exemplo, são obrigações adicionais à legislação:

(i) divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP,

(ii) Conselho de Administração com no mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes,

(iii) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembléia geral,

(iv) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (tag along),

(v) realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível,

(vi) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

⁴⁰ Além dos compromissos dos Níveis 1 e 2, as companhias listadas no Novo Mercado se comprometem adicionalmente cumprir um conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Por exemplo, as ações têm de ser necessariamente ordinárias, com direito a voto.

sistema tradicional podem ser assim esquematizadas, de forma sucinta:⁴¹

	Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	Não há regra	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>
Características das ações emitidas	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência somente de ações ON
Características das ações emitidas	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS
Concessão de <i>Tag Along</i>	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON 80% para ações PN	100% para ações ON
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Facultativo	Facultativo	Obrigatório	Obrigatório

2.8 O Conselho de Administração como mecanismo de Governança Corporativa

Com o aperfeiçoamento do mercado e o conseqüente crescimento das sociedades mercantis, a conciliação dos diversos interesses que demandam da

⁴¹ Informações obtidas no sítio da Bovespa.

empresa passa a ser um dos elementos observados pela administração da companhia.

A função social da empresa anônima outorga aos administradores poderes próprios, não delegados pela assembléia geral, mas diretamente da lei. Ao estatuto cabe organizar os poderes, deveres e responsabilidades já dispostos no diploma legal.

No Brasil, a Lei nº 6.404/76, acompanhando a tendência das legislações societárias européias da época, regulamenta a estrutura administrativa das sociedades por ações, que prevê a obrigatoriedade do sistema bipartido, formado pela diretoria executiva e o Conselho de Administração,⁴² às sociedades de economia mista,⁴³ às companhias abertas e às companhias que adotam o regime de capital autorizado.⁴⁴

Residualmente, faculta-se às companhias fechadas privadas de capital fixo o sistema unitário do órgão de administração, composto apenas pela diretoria.

Conforme expõem Carvalhosa e Latorraca:⁴⁵

Nas companhias abertas, a obrigatoriedade do Conselho de Administração fundamenta-se formalmente na necessidade de conciliar os interesses dos acionistas controladores e daqueles que compõe a comunidade minoritária de investidores do mercado.

⁴² Lei nº 6.404/76, art. 138: A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao Conselho de Administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

⁴³ Lei nº 6.404/76, art. 239 .

⁴⁴ Lei nº 6.404/76, art. 138, § 2 .

⁴⁵ CARVALHOSA, Modesto e LATORRACA, Nilton. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Volume 3. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 5.

Também pela escala que se pressupõe tenha uma companhia aberta, impõe-se a especialização e profissionalização da diretoria, donde caber melhor aos controladores atuação no Conselho de Administração, juntamente com representantes dos minoritários, deixando os profissionais de administração empresarial as funções executivas na condução da companhia.

Para João Bosco Lodi:⁴⁶

O objetivo básico desse órgão é a representação do interesse dos acionistas, constituindo um poder deliberativo-legislativo que estabelece normas gerais e controla a sua execução pela diretoria da empresa.

Luiz Gastão Paes de Barros Leães⁴⁷ nos ensina que:

Nas companhias abertas, a obrigatoriedade dos Conselhos de Administração fundamenta-se, não tanto na restauração do poder de comando, fraturado pelo fenômeno do absentéismo, mas na necessidade de se encontrar no seio da sociedade um *locus*, para conciliar os interesses dos acionistas controladores e daqueles que compõe a comunidade minoritária dos investidores de mercado, sobre impor a especialização e a profissionalização da direção propriamente dita.

⁴⁶ LODI, João Bosco. *Conselho de Administração*. São Paulo: Pioneira, 1988, p. 2.

⁴⁷ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 196.

Lamy Filho e Bulhões Pedreira⁴⁸ explicam que o Conselho de Administração é:

Constituído por representantes de diversos grupos acionários, que tenha condições de reunir-se com freqüência maior do que a Assembléia geral e que exerça as funções de: (a) deliberar sobre assuntos mais importantes na administração corrente da companhia e (b) fiscalizar a gestão dos diretores.

O Conselho de Administração, portanto, tem por fim a realização dos interesses dos acionistas perante a companhia para ratificar e monitorar a estratégia do órgão executivo. Seu papel é definido pela lei. Sendo um órgão colegiado, seus membros não têm competência individual nem deliberam isoladamente, embora lhes sejam individualmente atribuídos o poder de diligência junto aos diretores sobre assuntos de competência desse órgão.

A decisão do conselho é fundamentalmente diferente da da direção executiva. Suas decisões são de controle, não de gestão. Dessa forma, não possui personalidade jurídica, não se lhe imputando poderes de representação da sociedade nem, em nome dela, contrair obrigações, diferentemente da diretoria.⁴⁹ O membro do conselho, ensinam Lamy Filho e Bulhões Pedreira,⁵⁰ “tem funções apenas internas – participa das deliberações de um órgão colegiado. Somente os Diretores representam a companhia perante terceiros e, por conseguinte, têm

⁴⁸ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Volume II. Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 131.

⁴⁹ Lei nº 6.404/76, art. 138, § 1º: O Conselho de Administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

⁵⁰ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *op. cit.*, p. 425.

funções internas e externas.”

Dentre os instrumentos de governança corporativa, o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos de controle corporativo.

2.8.1 A atribuição do Conselho de Administração

Com o desenvolvimento das melhores práticas de governança corporativa, a função do Conselho de Administração passa a ser fundamental para o aprimoramento dos negócios e sustentabilidade da companhia. O Conselho de Administração tem poderes deliberativos no âmbito da administração e controle corporativo sobre os atos praticados pelos diretores.

As atribuições legais do Conselho estão protegidas sob o princípio da indelegabilidade, ressaltando a lei que as atribuições e poderes conferidos aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.⁵¹ A indelegabilidade assegura a legitimidade das competências e dos atos do órgão.

O órgão é autônomo e expressa a vontade social. Por certo que os acionistas são membros da assembléia, mas é o colegiado que delibera enunciando a vontade da sociedade. Os administradores “são os gestores do patrimônio social.”⁵²

O caráter necessariamente coletivo das deliberações do Conselho de

⁵¹ Lei nº6.404/76, art. 139.

⁵² VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 147.

Administração não veda o poder fiscalizatório individual dos conselheiros sobre os atos dos diretores. O dever de diligência pelos conselheiros, enquanto membro, não é direito, mas dever. Cabe-lhes, por convicção pessoal, dentro das competências legais e estatutárias, solicitar informações aos diretores sobre as áreas específicas de cada um e acompanhar a execução se nos termos da decisão colegiada. O Conselho é órgão distinto de seus membros, razão que há configuração de responsabilidade pessoal daquele que, dentro de suas atribuições agir com dolo ou culpa em prejuízo da sociedade, ou violar a lei ou o estatuto social.

O Conselho de Administração não pode assumir as funções da diretoria em caso de vacância de todos os seus cargos, porque lhe é reservado funções apenas deliberativas, não podendo, em nome da sociedade, representá-la ativa ou passivamente, judicial ou extrajudicialmente. Na hipótese de vacância de todos os cargos da diretoria, o Conselho deverá convocar a assembléia geral para eleição.⁵³

Todavia, no caso de vacância de todos os cargos do Conselho de Administração, caberá aos diretores exercer as funções de administração da companhia, convocando a assembléia geral para proceder nova eleição.

Não se trata de delegação provisória de poderes, esclarecem Carvalhosa e Latorraca.⁵⁴ Na vacância total dos conselheiros faz com que, provisoriamente, a companhia passe a ter uma administração unitária, impondo aos diretores as funções deliberativas e executivas da sociedade.

O Conselho de Administração deve atuar como redutor dos conflitos e

⁵³ Lei nº 6.404/76, art. 150, § 2º.

⁵⁴ CARVALHOSA, Modesto e LATORRACA, Nilton. *op. cit.* p. 39

custos de agência. A OCDE e o IBGC recomendam que o órgão de administração deve agir com base em informações completas, de boa-fé, com a devida diligência e cuidado, e no melhor interesse da empresa e de seus acionistas.

Quando as decisões do órgão de administração possam afetar diversos grupos de acionistas, o conselho deve tratar todos os acionistas de forma eqüitativa. No mecanismo da governança, o Conselho é um importante instrumento de defesa dos direitos dos acionistas minoritários. O órgão deve aplicar elevados padrões éticos, considerando não apenas os *shareholders*,⁵⁵ mas também os *stakeholders*.⁵⁶

As atribuições do Conselho de Administração no Brasil estão dispostas no artigo 142 da Lei nº6.404/76.⁵⁷ Ensina o professor Barbosa Filho:⁵⁸

O artigo pretende definir as atribuições naturais e indeclináveis do Conselho de Administração, realizando seu inventário, sempre tendo em mente sua função geral, de estipular as linhas gerais da administração da companhia.

Segundo Toledo,⁵⁹ podem ser divididas em três grupos distintos:

⁵⁵ Como exposto anteriormente, são os acionistas.

⁵⁶ Como exposto anteriormente, são as demais partes interessadas, os demais agentes econômicos.

⁵⁷ Art. 142. Compete ao Conselho de Administração:
I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;
IV - convocar a assembléia geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;
V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
VIII - autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

⁵⁸ BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *op. cit.*, p. 179.

⁵⁹ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles. *op. cit.*, p. 37.

programáticas ou normativas, de fiscalização ou controle e propriamente administrativas.

O primeiro se refere às diretrizes das atividades da companhia. O segundo verifica o cumprimento das diretrizes e consecução dos objetivos. O terceiro propicia os meios para realização dos fins sociais.

2.8.2 Orientação geral nos negócios

O conselho tem a competência de fixar a orientação geral dos negócios da companhia, tal como formular política empresarial, definir objetivos, aprovar planos e orçamentos anuais e plurianuais, porém, dentro dos limites do estatuto social. Essa atribuição demonstra-se vinculada à aprovação dos orçamentos de capital e anuais e plurianuais de investimentos,⁶⁰ a formação de reservas estatutárias,⁶¹ de lucros a realizar⁶² e de capital.⁶³

Uma vez deliberadas, são submetidas à assembléia geral competindo-lhe aprová-las. Não pode a assembléia retificar ou alterar as deliberações tomadas, mas reserva-se a rejeitá-las, parcial ou totalmente. Se tal ocorrer, caberá ao conselho apresentar nova proposta para análise e aprovação da assembléia.

2.8.3 Eleição da diretoria

⁶⁰ Lei nº6.404/76, art. 196.

⁶¹ Lei nº6.404/76, art. 194.

⁶² Lei nº6.404/76, art. 197.

⁶³ Lei nº6.404/76, art. 200.

Outra atribuição do Conselho de Administração é a eleição e destituição dos diretores e suas funções. Cabe observar que esta competência deixa claro a superioridade hierárquica do Conselho de Administração em relação à diretoria. Ressalta-se que os diretores eleitos não terão sua remuneração fixada pelo Conselho, porquanto tal competência é da assembléia geral.

Os diretores são eleitos por maioria de votos dos conselheiros, no sistema de maioria absoluta, na ausência de disposição diversa no estatuto. O acordo de acionistas não obriga o Conselho a eleger aqueles diretores escolhidos pelo acordo, porque os conselheiros agem em competência própria e legal. Os escolhidos pelos acionistas funcionam como recomendação, apenas. No entanto, na hipótese de se contrariar os diretores escolhidos em acordo de acionistas, cabe, em última análise, à assembléia geral destituir os membros do Conselho. Mas não será nula a eleição dos diretores pelo Conselho de então.

Da mesma forma que os diretores são eleitos pelo Conselho de Administração, por este órgão são destituídos, sem a necessidade do apontamento da causa ou motivo.

Se para a eleição dos membros do Conselho de Administração o estatuto da companhia não poderá enumerar condições complementares às dispostas em lei, a eleição dos diretores poderá observar os requisitos e condições que o estatuto prover, tal como a inexistência de parentesco com membros do Conselho.

2.8.4 Fiscalização

O Conselho de Administração tem controle da legitimidade dos negócios sob competência da diretoria. Por controle da legitimidade, Carvalhosa e Latorraca⁶⁴ explicam como sendo:

(...) o poder que tem este órgão de verificar se os atos de gestão e representação praticados pelos diretores estão em consonância com a lei e o estatuto, e se obedecem aos fins, aos requisitos e às eventuais formalidades exigidos por eles.

Para isso o conselho dispõe de poderes expressos para examinar todos os livros e documentos da companhia. Não se confunde essa atribuição com a do conselho fiscal. O conselho fiscal elabora pareceres e provoca a atuação de outros órgãos. Já o Conselho de Administração pode impor sanções.

A atribuição é permanente e não se atém ao aspecto formal, mas alcança o mérito dos negócios jurídicos praticados para observar se em harmonia com o objetivo social. Na hipótese dos diretores discordarem das deliberações do Conselho, não podem recorrer à assembléia geral para dirimir a controvérsia, diante do exposto no artigo 139 da Lei nº 6.404/76:

As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.

O caráter coletivo do Conselho de Administração não se conflita com o dever de diligência individual de cada conselheiro. Este pode fiscalizar os atos dos

⁶⁴ CARVALHOSA, Modesto e LATORRACA, Nilton. *op. cit.*, p. 118.

diretores independentemente de autorização prévia do Conselho de Administração.

2.8.5 Convocação da assembléia geral

O conselho pode convocar assembléia geral, tanto ordinária quanto extraordinária. A ordinária convoca-se normalmente em época própria e a extraordinária quando julgar necessário.

Embora prescreva a lei que a convocação será “quando julgar conveniente”, deve-se a disposição ser interpretada como dedicada às assembléias extraordinárias, porquanto o conselho pode ser responsabilizado pela omissão de não convocar a assembléia ordinária, nos quatro primeiro meses seguintes ao término do exercício social.⁶⁵ Vale registrar que o retardamento por mais de um mês da convocação da assembléia ordinária pelo Conselho de Administração enseja que o Conselho Fiscal o faça substitutivamente,⁶⁶ ou por qualquer acionista se o retardamento for superior a sessenta dias.⁶⁷ Nesse sentido, o E. Tribunal de Justiça de São Paulo⁶⁸ já se manifestou em decisão que restou ementada:

SOCIEDADE ANÔNIMA - Assembléia Geral - Convocação por acionista ante a omissão do Conselho de Administração ou dos diretores (art. 123, parágrafo único, “b”, da Lei 6.404/76) - Despesas

⁶⁵ Lei nº6.404/76, art. 132.

⁶⁶ Lei nº6.404/76, art. 163.

⁶⁷ Lei nº6.404/76, art. 123, parágrafo único, “b”.

⁶⁸ Acórdão em apelação cível nº 157.645-1, RT nº676 , p. 102.

a serem suportadas pela sociedade, pois a ele competia a realização da providência.

A convocação para Assembléia Geral de sociedade anônima compete ao Conselho de Administração, se houver, ou aos diretores. Pode, entretanto, ser feita por qualquer acionista, quando os administradores retardarem por mais de sessenta dias a convocação, nos casos previstos serão suportadas pela própria sociedade, pois a ela competia a realização da providência.

Sobre a assembléia geral extraordinária,⁶⁹ a ausência de convocação ensejará a responsabilização pessoal dos conselheiros.

A convocação é deliberação colegial do Conselho, não tendo qualquer membro a competência para fazê-la nem sob ulterior ratificação.

2.8.6 Relatório da diretoria

O conselho deve manifestar-se sobre o relatório da administração e sobre as contas da diretoria. Essa manifestação vincula responsabilidade dos conselheiros. Caso as contas não sejam aprovadas, a responsabilidade não se limitará aos diretores, alcançando os conselheiros, ao menos que estes não as tenham aprovado.

O relatório da administração é um trabalho conjunto do Conselho de Administração e da diretoria por documentar atividades de ambos órgãos. A

⁶⁹ Lei n°6.404/76, art. 135.

aprovação do relatório expressa a concordância do Conselho sobre a gestão dos diretores e das contas apresentadas.

Por conseqüência, a responsabilidade do Conselho limita-se às contas apresentadas pela diretoria. Os fatos e atos jurídicos que não constam do relatório são da responsabilidade exclusiva dos diretores. O Conselho de Administração responde pelos documentos de que tem conhecimento.

2.8.7 Manifestação prévia dos negócios jurídicos

O Conselho deve manifestar-se previamente sobre negócios jurídicos especificados no estatuto. A atribuição confere ao Conselho a sua função estritamente administrativa, como representante da companhia, restando aos diretores a representação formal da companhia.

Os negócios jurídicos ordinários competem aos diretores, enquanto representantes do interesse da companhia, cabendo ao Conselho apenas a fiscalização e verificação se assentido com os objetivos sociais. Todavia, os negócios jurídicos especiais, destacados em estatuto, a diretoria há de aguardar a deliberação do Conselho para celebração do negócio, sob pena de responsabilidade pessoal.

Por outro lado, é inválida a ratificação posterior do negócio celebrado pela diretoria sem a autorização prévia do Conselho, nesses assuntos destacados no estatuto. Essa prática consistiria em uma delegação prévia das competências de um órgão a outro, vedado pelo artigo 139 da Lei das S/A.

2.8.8 Emissão de ações e bônus

O Conselho tem atribuição de deliberar sobre emissão de ações ou de bônus de subscrição, desde que esteja no estatuto. Isto só ocorrerá nas sociedades de capital autorizado, pois sendo de capital fixo o regime da companhia, a emissão de ações dependerá de aumento, cuja deliberação é da assembléia geral ou, se o estatuto prever expressamente, a atribuição será do Conselho de Administração.

O Conselho de Administração, nos termos do estatuto, também será competente para deliberar sobre as sobras de ações e bônus não subscritos em aumento por subscrição particular.⁷⁰

2.8.9 Autorizar alienação e constituição de ônus

O Conselho tem o poder de autorizar a alienação de bens do ativo permanente, constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros. Essa atribuição é do Conselho, ao menos que o estatuto disponha à própria assembléia geral, porquanto não poderá atribuir à diretoria, sob pena de outorgar àqueles que não representam os acionistas o poder de dispor do patrimônio social que pertence aos sócios.

Os diretores podem praticar atos de conservação, de locação, recebimento de aluguéis, mas não podem alienar ou onerar esses bens. Para tanto necessita da prévia deliberação do Conselho ou da anuência dos acionistas.

⁷⁰ Lei n°6.404/76, art. 171, § 7°.

2.8.10 Auditores independentes

O Conselho tem a atribuição de escolher e destituir os auditores independentes, cuja função é atestar que as demonstrações financeiras refletem com exatidão a posição financeira e contábil da companhia.

Na escolha, o Conselho deve observar as condições e requisitos legais que habilitam os auditores para o exercício da profissão. Somente os auditores independentes registrados na Comissão de Valores Mobiliários poderão atestar as demonstrações financeiras das companhias abertas.⁷¹

Para a dispensa de auditores independentes, a destituição deve ser acompanhada de fundados motivos, sob pena de conceder ao Conselho de Administração força intimidadora permanente, em prejuízo do interesse dos acionistas.

A evitar fraudes contábeis sob conluio entre a empresa de auditoria e a sociedade auditada, o contrato de prestação de serviço não poderá ultrapassar 5 anos, conforme já decidido pela CVM em processo de consulta:⁷²

Trata-se de consulta formulada por Pricewaterhousecoopers Auditores Independentes a respeito da aplicação do artigo 31 da Instrução CVM nº 308/99, relativamente à contagem de prazo para a prestação dos serviços de auditoria independente aos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04 .

⁷¹ Lei nº 6.404/76, art. 177, § 3º.

⁷² Consulta sobre rodízio dos auditores dos fundos de investimento – Price Waterhousecoopers Auditores Independentes – MEMO/SNC/GNA/Nº 005/06. Reg. nº 5031/06. Relator: SNC

O Colegiado acompanhou o entendimento da área técnica, consubstanciado no Memo/SNC/GNA/005/06, concluindo que a regra ora vigente para todas as entidades integrantes do Mercado de Valores Mobiliários, incluindo os fundos egressos do Banco Central, determina que o prazo de relacionamento entre o auditor independente e a entidade auditada não poderá ser superior a 5 anos, contados da data de sua contratação, permitida a recontração após 3 anos da ocorrência do rodízio, nos termos do artigo 31 da Instrução CVM nº 308/99.

2.8.11 Composição do Conselho de Administração

Para exercer sua atribuição de fiscalização do desempenho dos gestores, prevenção de conflitos de interesses e compromisso com os interesses da companhia e acionistas é essencial que o Conselho de Administração tenha independência e objetividade com relação aos gestores. Tem competência decisória e de destituição *ad nutum* da diretoria.

A estrutura do Conselho de Administração compete ao estatuto social determinar, devendo apenas observar o número mínimo de três membros e prazo máximo de três anos de mandato, permitida a reeleição.

Os conselheiros são eleitos, por maioria absoluta de votos, pela assembléia geral ordinária. Da mesma forma, a assembléia geral pode destituir os conselheiros eleitos, sem necessidade de fundamentar a deliberação. Vale ressaltar que os membros eleitos por voto em separado, conforme adiante se analisará,

somente podem ser destituídos pelo mesmo processo.

A eleição dos conselheiros é individual, não podendo haver eleição por chapa, já que poderia cercear o exercício do voto múltiplo, um processo que visa a representação proporcional dos minoritários, sob certas condições.⁷³

Apenas os acionistas brasileiros podem compor o Conselho de Administração.⁷⁴ Valverde⁷⁵ expõe:

Pode parecer de cunho nacionalista extremado, mas na realidade atende à necessidade de se vincular o diretor ao cargo, único meio de tornar efetiva sua responsabilidade. Não se concebe, aliás, que um diretor de sociedade anônima exerça permanentemente as suas funções fora do país onde ela tem a sede.

O acionista, no entanto, não se restringe à figura do proprietário da ação. Também serão o usufrutuário, o fiduciário no fideicomisso e o representante legal.

O usufrutuário,⁷⁶ enquanto detentor do direito à posse, uso, administração e percepção dos frutos, é, para todos os efeitos, o acionista. Não é representante do proprietário da ação, porque exerce direito próprio e autônomo. Enquanto conservar seu direito real sobre a ação, o usufrutuário poderá ser eleito para o Conselho de Administração.

De igual forma, o fiduciário,⁷⁷ na vigência do fideicomisso, tem

⁷³ Lei nº6.404/76, art. 141.

⁷⁴ Lei nº6.404/76, art. 146.

⁷⁵ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 164.

⁷⁶ Código Civil, art. 1.394.

⁷⁷ Código Civil, art. 1.361.

prerrogativas próprias destacadas do proprietário da ação. Age em direito próprio e, por consequência, tem legitimidade para o exercício dos direitos do acionista, inclusive o de ser eleito para o Conselho de Administração.

O representante legal também tem o direito de ser eleito membro do Conselho, no exercício do direito do representado, em função da incapacidade deste. O mandatário assume plenamente os direitos da ação, suprimindo o impedimento legal do mandante.

A pessoa jurídica está impedida de ser eleita para o cargo de conselheiro, por disposição expressa da lei.⁷⁸ A questão envolve, principalmente, a dificuldade da responsabilidade civil e da imputabilidade penal. No entanto, como ocorre com as sociedades de quotas de responsabilidade limitada, em que essa faculdade é utilizada, dever-se-ia reconhecer desde logo a teoria da desconsideração da personalidade jurídica para atos contrários à lei ou ao contrato feitos pelos prepostos pessoas físicas, sem embargo da solidariedade da pessoa jurídica preponente.

Permite-se que o conselheiro seja domiciliado no exterior, desde que constitua representante residente no Brasil, cuja procuração deverá se estender por, no mínimo, três anos após o término do prazo da gestão do conselheiro.⁷⁹ Tal permissão veio através da Medida Provisória nº 2.082/01, convertida na Lei nº 10.194/01. Elucida o professor Barbosa Filho⁸⁰ que:

A mudança viabilizou maior liberdade de escolha nas sociedades por

⁷⁸ Lei nº 6.404/76, artigo 146.

⁷⁹ Lei nº 6.404/76, artigo 146, § 2º.

⁸⁰ BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *Sociedade Anônima Atual. Comentários e anotações às inovações trazidas pela Lei nº 10.303/01 ao texto da Lei nº 6.404/76*. São Paulo: Atlas, 2004, p. 188.

ações constituídas com capital estrangeiro, mesmo porque o Conselho de Administração não cuida da vida cotidiana da companhia, isto é, das operações negociais singulares, e a restrição antes estabelecida implicava o surgimento de verdadeiros 'testa de ferro.

A lei pode exigir certos requisitos para a investidura em cargo da administração da companhia (artigo 147), como ter reputação ilibada e não tiver interesse conflitante com a sociedade. Desde logo, são inelegíveis as pessoas condenadas por crime falimentar, de prevaricação,⁸¹ peita⁸² ou suborno,⁸³ concussão,⁸⁴ peculato,⁸⁵ contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade e a que vede o acesso a cargos públicos ou declaradas inabilitadas por decisão da Comissão de Valores Mobiliários. A Instrução CVM 8/79 tipifica quatro infrações graves passíveis gerar a declaração de inabilitação administrativa: (i) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, (ii) manipulação de preço no mercado de valores mobiliários, (iii) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, (iv) prática não eqüitativa no mercado de valores mobiliários.

Observam Carvalho e Latorraca⁸⁶ que contrariamente à orientação norte-americana, a legislação brasileira não pode estabelecer exigências suplementares àquelas previstas em lei para eleição do Conselho de Administração. Somente as exigências legais poderão constar no estatuto social.

⁸¹ Código Penal, art. 319.

⁸² Código Penal, art. 317 – equivalente à corrupção passiva.

⁸³ Código Penal, art. 333 – equivalente à corrupção ativa.

⁸⁴ Código Penal, art. 316.

⁸⁵ Código Penal, art. 312.

⁸⁶ CARVALHOSA, Modesto e LATORRACA, Nilton, *op. cit.* p. 56.

2.8.12 Tamanho do Conselho de Administração

A lei exige número mínimo de três conselheiros, mas faculta o número máximo à deliberação do estatuto social. Para as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (nível 2 e Novo Mercado), os conselheiros precisam ser no mínimo em cinco membros.

A independência do conselho requer que um número suficiente de conselheiros não tenha relação de dependência com os gestores. Uma composição entre *insiders* e *outsiders* com diversidade de experiência e competências pode ser uma combinação mais adequada na formação dos conselhos. A legislação brasileira dispõe da possibilidade do estatuto prever a participação no conselho de representantes de empregados.⁸⁷ E um terço dos membros do conselho pode se compor de diretores executivos.⁸⁸

Não há um consenso do tamanho ideal do Conselho de Administração. Alguns acreditam que o desempenho do Conselho é inversamente proporcional ao seu tamanho. Quanto maior, menor sua efetividade.

Segundo Jensen, citado por Silveira,⁸⁹ “os conselhos com mais de sete ou oito membros possuem uma probabilidade menor de funcionar de forma eficaz, se tornando mais fáceis de serem controlados pelo diretor executivo”.

De forma reversa, Dalton e Daily, citado por Silveira, concluem que

⁸⁷ Lei nº6.404/76, artigo 140: Parágrafo único.

⁸⁸ Lei nº6.404/76, art. 143: § 1º .

⁸⁹ JENSEN *apud* SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação de Mestrado apresentada na FEA-USP. São Paulo, 2002.

maiores conselhos são associados com melhor desempenho financeiro por melhorar a qualidade do aconselhamento para o diretor executivo, maior diversidade de experiências e formações acadêmicas.⁹⁰

Estudo da OCDE⁹¹ divulgou que, em 2002, no Brasil, em média, o Conselho de Administração é composto de 8 membros e apenas 28,6% deles são independentes, conforme:

País	Número de Conselheiros (2002)	% de Membros Independentes (2002)	Conselheiros / Número de Vagas no Conselho (2002)
Argentina*	8.1	38.8%	1.20
Brasil*	8.5	28.6%	1.10
Chile**	7.6	55.0%	1.60
Colômbia***	5.0	50.0%	-
México*	11.4	54.0%	1.09
Peru***	6.0	62.4%	-
Média	7.8	48.1%	1.25

* Fonte: Formulário 20-F ADR.

** Spencer-Stuart (2000) "Directors Guide".

*** Fonte: registro 20-F ADR (2 sociedades).

Por conselheiro independente, a OCDE refere-se ao membro "que não exerce funções executivas na sociedade, não mantém relacionamento comercial ou contratual com a sociedade (além dos serviços prestados como conselheiro), nem esteja sob a influência de qualquer outro conselheiro ou grupo de acionistas".

⁹⁰ DALTON e DAILY, *apud* SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. *op. cit.*, p. 80.

⁹¹ OCDE - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina*. 2002. Disponível em <www.oecd.org>

2.8.13 Voto múltiplo

O voto múltiplo é um procedimento que se atribui a cada acionista um total de votos correspondentes ao número de suas ações votantes multiplicado pelo número de cargos no Conselho de Administração.⁹² Tem por essência, segundo Toledo,⁹³ “auxiliar a representação proporcional dos diferentes segmentos em que se decompõe a companhia”.

No mesmo sentido, ensina Barbosa Filho que deve prevalecer o “intuito explícito e evidente de conferir, às minorias, maior representatividade, democratizando tal órgão de gestão, e, por reflexo, tornando mais transparente as decisões tomadas.”⁹⁴

Tanto assim que a CVM⁹⁵ determina que as sociedades de capital aberto devem obrigatoriamente mencionar a possibilidade de adoção de voto múltiplo em seus editais de convocação de assembléia, conforme se observa do extrato do julgamento de um processo:

Trata-se de recurso interposto por Centrais Elétricas Brasileiras S/A contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) que respondeu negativamente a sua consulta sobre a

⁹² Na reforma da Lei nº 6.404/76 pela Lei nº 10.303/ 01, o Presidente da República vetou a possibilidade de voto múltiplo para a diretoria, com a seguinte justificativa: “O art. 141 assegura – através do voto múltiplo – a representação das minorias no órgão deliberativo da administração. Essa solução não pode ser adotada na eleição de Diretores, cuja escolha por diferentes grupos de acionistas colocaria em risco a imprescindível unidade administrativa: deliberar pode ser função exercida por órgão colegiado, pelo voto da maioria, mas a execução exige unidade de comando.”

⁹³ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 1999, p. 31.

⁹⁴ BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *op. cit.*, p. 169.

⁹⁵ CVM. Recurso contra decisão da SEP - Adoção do Voto Múltiplo - Centrais Elétricas Brasileiras S.A. Rio de Janeiro, PROC. RJ2005/9327 - Reg. nº 4980/05 - Relator: DWB.

possibilidade de não mais mencionar, nos editais de convocação de assembléia, a faculdade de adoção do voto múltiplo para eleição dos membros do seu Conselho de Administração.

O Relator observou que as sociedades de economia mista consistem em companhias *sui generis*, já que, necessariamente, estão sob o controle estatal, o que não exclui a submissão dessas sociedades à Lei 6.404/76, conforme expresso em seu art. 235.

Assim, para o Relator, os direitos e obrigações atribuídos aos acionistas não controladores das sociedades de economia mista devem ser rigorosamente observados pela sua administração e pelo seu controlador (Poder Público), tal como acontece nas companhias em geral.

Ainda segundo o Relator, com relação especificamente à composição do Conselho de Administração das sociedades de economia mista, o art. 239 da Lei 6.404/76 parece ter deixado clara a importância da participação dos acionistas não controladores.

Considerando que a Eletrobrás tem ações ordinárias em circulação no mercado, o Relator entende que não deve prosperar o pedido da companhia de ver afastada por completo da sua vida societária a hipótese de adoção de voto múltiplo. Conseqüentemente, tampouco considera pertinente a pretensão da companhia de não mais indicar nos editais de suas assembléias gerais o percentual necessário para adoção do voto múltiplo.

Assim, o Colegiado acompanhou o voto apresentado pelo Relator e deliberou negar provimento ao recurso, mantendo-se o entendimento da SEP de que a Eletrobrás deve continuar a mencionar a possibilidade de adoção de voto múltiplo em seus editais de convocação de assembléia, nos termos da Instrução 165/91.

É, assim, um método matemático de concentração de votos para possibilitar a representação da minoria no órgão deliberativo da sociedade. Por minoria, entende-se um grupo ativo detentor de uma participação mínima no capital social votante, que atua no interesse da administração da sociedade contra eventual abuso de poder dos conselheiros majoritários. A Instrução CVM nº 282/98⁹⁶ escalona a participação necessária no capital votante para requerer o voto múltiplo, de acordo com a seguinte tabela:

<i>Intervalo do Capital Social (R\$)</i>	<i>Percentual mínimo do capital votante para solicitação de voto múltiplo %</i>
0 a 10.000.000	10
10.000.001 a 25.000.000	9
25.000.001 a 50.000.000	8
50.000.001 a 75.000.000	7
75.000.001 a 100.000.000	6
Acima de 100.000.001	5

⁹⁶ Não obstante o artigo 141 da Lei das S/A determine como participação mínima do capital votante 10%, sem qualquer proporcionalidade ao montante do capital social. Ocorre que o artigo 291, do mesmo diploma legal, autoriza à CVM “reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima aplicável às companhias abertas”.

Para fins de enquadramento, a companhia aberta considerará o seu capital social vigente no último dia do mês anterior à data da convocação da Assembléia, acrescido da reserva de correção monetária do capital realizado, se ainda existir.

Vale ainda destacar que para efeito do cálculo apenas são consideradas as ações com direito a voto presentes na assembléia e não todas as ações com direito a voto emitidas pela companhia, razão pela qual somente após a verificação da lista de acionistas presentes é que se apurará o número exato.

A norma é imperativamente eficaz, “esteja ou não previsto no estatuto”.⁹⁷ Conseqüentemente, independente de concessões dos controladores da companhia para observá-lo. Trata-se de um direito irrenunciável, implicando em nulidade qualquer cláusula estatutária ou deliberação da assembléia que tente excluir o direito ao voto múltiplo.

Há, no entanto, artifícios para afastar a aplicação desse direito de representação proporcional no Conselho de Administração, “eis que nem sempre o voto múltiplo possibilita essa participação”, escreve Toledo.⁹⁸

Uma forma de derogar indiretamente o direito de representação proporcional da minoria é a previsão estatutária de mandatos não coincidentes e a criação de cargos no Conselho que não precisam ser preenchidos. Explica Carvalhosa.⁹⁹

⁹⁷ *Caput* do art. 141, Lei n°6.404/76.

⁹⁸ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *op. cit.*, p.31.

⁹⁹ CARVALHOSA, Modesto. *op. cit.*, p. 96.

Se requerido o regime de voto múltiplo, os controladores simplesmente deixam vagos esses cargos, podendo inclusive eleger seus ocupantes, um a um, em assembléias gerais realizadas posteriormente. Ou podem, ainda, os controladores deixá-los permanentemente vagos, a fim de elidir o direito de representação proporcional da minoria.

A manobra da eleição escalonada e não coincidente, por obstruir o direito de representação da minoria, poderá ser contra a cláusula estatutária que assim prevê argüida a nulidade. De igual forma, a assembléia que deixar de eleger todos os cargos do Conselho em sendo requerido o voto múltiplo poderá ser reconhecida sua nulidade, por ofensa ao direito dos acionistas minoritários.

O acordo de acionistas igualmente não pode estabelecer sistema de votação diverso daquele previsto na lei. Deve respeitar a competência privativa da assembléia geral e o direito ao voto múltiplo.

Para a adoção, o voto múltiplo tem de ser requerido por acionistas que tenha participação no capital social votante, conforme visto anteriormente, com antecedência de até 48 horas da assembléia geral, a fim de possibilitar o preparo para os acordos eleitorais e evitar o elemento surpresa, que contraria a transparência necessária do estágio atual da Governança Corporativa.

Para evitar resultados inesperados, a concentração de votos é essencial. Correia Viana, citado por Carvalhosa e Latorraca,¹⁰⁰ mostra exemplo em que a minoria conseguiu eleger o maior número de Conselheiros e, conseqüentemente,

¹⁰⁰ CORREIA VIANA, *apud* CARVALHOSA e LATORRACA, *op. cit.*, p. 100, nota de rodapé 236 (caso *Pierce v. Commonwealth*, in *Minnesota Law Review*, 21:363).

galgaram o controle da administração:

A Companhia Ferroviária de Sharpville tinha seu capital social representado por 7.000 ações com direito a voto. O grupo majoritário detinha 3.396 ações; um grupo minoritário possuía 3.037 ações e as restantes 567 ações estavam distribuídas por investidores sem interesse no exercício do direito de voto. Na assembléia geral convocada para eleger a diretoria, composta de seis membros, o grupo majoritário apresentou seis candidatos (A, B, C, D, E e F) tentando preencher a totalidade dos cargos disponíveis, e distribuindo igualmente entre os 20.376 (3.396 x 6) votos a que tinha direito. O grupo minoritário apresentou quatro candidatos, entre eles repartindo, quase igualmente, seus 18.222 (3.037 x 6) votos. Concluída a apuração, foi verificado que o grupo majoritário perdera o controle sobre o órgão de administração, dado que o outro grupo conseguira eleger a maioria (4 membros numa diretoria composta de 6) de representantes na diretoria, como se vê abaixo:

Acionistas	Nº de ações	Total de votos	Distribuição de votos por candidato									
Majoritários	3.396	20.376	3.396	3.396	3.396	3.396	3.396	3.396				
Minoritários	3.037	18.222							4.557	4.557	4.557	4.557
Totais	6.433	38.598	3.396	3.396	3.396	3.396	3.396	3.396	4.557	4.557	4.557	4.557

Esse instituto, no entanto, tornou-se mais acadêmico do que prático, observa a Comissão de Valores Mobiliários.¹⁰¹

¹⁰¹ CVM. Consulta formulada pela ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A. sobre os procedimentos de eleição de membros do Conselho de Administração após as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/01. Rio de Janeiro, ata de reunião de 16/04/02, registro 3649/02.

2.8.13.1 Voto múltiplo e voto em separado

À vista da redação do artigo 141 da legislação societária sobre o voto múltiplo, mostra-se que quanto menor o número de conselheiros ¹⁰² maior será a quantidade de votos para eleger um conselheiro, o que pode ensejar a exclusão da possibilidade de acionistas minoritários elegerem um representante no órgão. A evitar possível abuso de poder pelo grupo majoritário, foi instituído o voto em separado, que a Lei nº 6.404/76 trazia na sua redação original:

§ 4º. Se o número de membros do Conselho de Administração for inferior a cinco, é facultado aos acionistas que representem 20%, no mínimo, do capital com direito a voto, a eleição de um dos membros do conselho, observado o disposto no § 1º.

Dessa forma, a participação dos acionistas minoritários em um assento no conselho não ficava sob critério exclusivamente matemático, suscetível de abuso de tal forma que mesmo que os acionistas minoritários tenham relevante proporção do capital votante, poderiam deixar de eleger um membro caso o número fosse reduzido a três conselheiros.

Assim, o Conselho que fosse composto de menos de 5 membros já poderia permitir a eleição de um representante por meio do voto em separado. “O critério era, então, a um só tempo, de matemática e de relevância e deveria servir para desencorajar a redução indevida do número de conselheiros e não permitir que

¹⁰² Conforme visto, o Conselho de Administração será composto por, no mínimo, três membros, nos termos do artigo 140 da Lei nº 6.404/76.; ou cinco membros, se a companhia for listada no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa.

essa redução frustrasse a representação proporcional”, destaca a CVM.¹⁰³

No mesmo sentido, o ex-presidente da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano,¹⁰⁴ afirma que:

(...) esta norma condiz com a realidade do mercado, com uma maior participação dos acionistas. (...) Este representante aumenta a transparência e a influência do minoritário. Não é um poder meramente formal.

Mais recentemente, a Lei nº 10.303/01 alterou a redação do parágrafo 4º do artigo 141 para:

(i) reduzir o quorum mínimo para eleição de membro do Conselho de Administração pelos detentores de ações com direito a voto, que antes era de 20% do capital votante, e passa a ser de 15% desse capital;

(ii) abandonar a restrição do exercício deste direito apenas para as hipóteses onde houvesse menos de 5 membros no Conselho de Administração;

(iii) atribuir o direito de eleição de um membro do Conselho de Administração aos titulares de ações preferenciais - destituídas de direito de voto e da vantagem a que refere o artigo 18 da Lei nº 6.404/76 - que representem, pelo menos, 10% do capital total (isto é, votante e não votante);

¹⁰³ CVM. Consulta formulada pela ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A. sobre os procedimentos de eleição de membros do Conselho de Administração após as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/01. Rio de Janeiro, ata de reunião de 16/04/02, registro 3649/02.

¹⁰⁴ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Maior participação de minoritários condiz com realidade do mercado*. São Paulo: Valor Econômico, 15/02/07.

(iv) permitir a cumulação das ações com direito de voto e preferenciais sem esse direito para apuração do quorum de 10% do capital total, caso nem as ações preferenciais nem as ações ordinárias tenham eleito um conselheiro na forma dos itens (i) e (iii) acima;

(v) determinar que o exercício dos direitos antes descritos seja feito em votação em separada, da qual não participa o acionista controlador;

(vi) limitar o exercício dos direitos antes descritos aos acionistas que sejam titulares das ações votantes, no mínimo, nos 3 meses anteriores à assembléia onde o direito estiver sendo exercido; e

(vii) garantir ao acionista controlador ou grupo de controle que detenha 50% ou mais das ações com direito a voto, quando acionistas detentores de ações com direito de voto ou preferenciais sem este direito tiverem eleito membros do Conselho de Administração, o direito de eleger a maioria do conselho, independentemente da quantidade prevista no estatuto.

Muito embora o voto em separado tenha sido instituído em uma seção relativa ao voto múltiplo, com este aquele não se confunde. Aquele serve para determinados segmentos acionários sejam representados no Conselho através uma eleição de um representante em um colégio especialmente constituído por acionistas do próprio grupo.

Desta feita, os titulares de ações com direito a voto têm duas possibilidade de elegerem membros do Conselho de Administração. No entanto, uma vez utilizadas as ações para o voto múltiplo, estas mesmas ações não

poderão ser computadas no voto em separado. Não poderá haver duplicidade de voto.

Nesse sentido, a CVM já se manifestou em processo de consulta:¹⁰⁵

33. Portanto, parece-me inadmissível que determinadas ações votem no processo de voto múltiplo e no processo de eleição em separado previsto no novo parágrafo 4º do artigo 141 da Lei nº 6.404/76, de forma que entendo que, uma vez utilizadas as ações em um processo, não poderão as mesmas ser utilizadas no outro processo.

34. Nessa linha, a própria redação do inciso II do novo parágrafo 4º do artigo 141 da Lei nº 6.404/76, no que toca às ações preferenciais sem direito de voto, faz ressalva expressa de que as ações preferenciais que detiverem a vantagem política de que trata o caput do artigo 18 da Lei nº 6.404/76 não participam da votação referida no inciso II.

35. A questão da duplicidade de voto, todavia, se coloca apenas para as ações com direito de voto, nas hipóteses do inciso I do parágrafo 4º e no parágrafo 5º, no caso de cumulação de ações ordinárias e preferenciais, ambos do artigo 141 da Lei nº 6.404/76.

36. Assim, sem prejuízo de outras formas que a experiência demonstre seguramente impedir que as ações votem 2 vezes, entendo que, na abertura dos trabalhos assembleares, e havendo solicitação prévia à companhia da adoção do processo de voto múltiplo, no prazo e nas condições exigidas pelo artigo 141 da Lei nº

¹⁰⁵ CVM. Consulta formulada pela ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A. sobre os procedimentos de eleição de membros do Conselho de Administração após as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/01. Rio de Janeiro, ata de reunião de 16/04/02, registro 3649/02.

6.404/76, deverá o presidente da assembléia informar a solicitação de voto múltiplo e advertir os acionistas presentes de que as ações que elegerem um membro do Conselho de Administração, utilizando o direito de votação em separado de que tratam os parágrafos 4º e 5º, não poderão participar do processo do voto múltiplo e, evidentemente, não participarão do quorum respectivo para efeito de cálculo.

37. Procedimentalmente, a votação de que trata o § 4º do artigo 141 deveria ocorrer antes que se dê o início à votação pelo voto múltiplo. Os acionistas que optarem pela votação em separado não participarão no voto múltiplo com as ações que tiverem utilizado no processo de votação em separado, de forma a evitar que as ações votem duas vezes. Após a realização dessa votação em separado é que apurar-se-á, definitivamente, o coeficiente para fins do procedimento de voto múltiplo.

Os conselheiros eleitos pelo voto em separado somente podem ser destituídos pelo mesmo processo, não tendo competência a assembléia geral, conforme prescreve o § 4º do artigo 141 da Lei das S/A.

Neste ponto, a CVM¹⁰⁶ ratifica o entendimento:

Trata-se de recurso interposto pela Companhia Paranaense de Energia – COPEL contra o entendimento da SEP de que o conselheiro eleito pelos empregados da companhia seja considerado membro nato do Conselho de Administração, não destituível *ad nutum* pela assembléia.

¹⁰⁶ CVM. Recurso contra decisão da SEP - Membro do Conselho de Administração – Companhia Paranaense de Energia. Rio de Janeiro, PROC. RJ2006/0579 - Reg. nº 5044/06 - Relator: DPS

Após analisar o recurso, a área técnica manteve seu entendimento de que o conselheiro eleito pelos empregados está equiparado aos conselheiros eleitos pelos acionistas não-controladores, na forma prevista no art. 141, §§ 4º e 5º da Lei nº 6.404/76, pelo fato de apresentarem forma de eleição análoga, em separado, em que não participam os acionistas controladores, e, portanto, também não podem ser destituídos *ad nutum* por quem não os elegeu, mas apenas justificadamente, como determinado no § 2º do art. 159 da Lei nº 6.404/76.

O Relator Pedro Marcilio concordou com o entendimento da área técnica e apresentou voto pelo não provimento do recurso, no que foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado.

2.8.14 Remuneração

2.8.14.1 Natureza jurídica da relação entre sociedade e administrador

As regras de remuneração dos administradores de sociedades abertas implicam em averiguar a natureza jurídica atribuída à relação entre a sociedade e os administradores. São várias as posições da doutrina, da jurisprudência e do direito comparado na determinação da condição jurídica, ora em uma visão contratualista, ora em uma versão institucionalista.

Pela primeira teoria, a contratualista, a relação é de natureza contratual, expressa por mandato ou por locação de serviços. Seus fundamentos não foram suficientes para afastar as contradições apontadas. “Para mencionar apenas um

dado, as funções e os poderes conferidos aos administradores não podem ser delegados (Lei das Sociedades por Ações, art. 139), ao passo que o mandato, consoante expressamente admite o art. 1.300 do Código Civil, pode ser substabelecido”, ressalta Toledo.¹⁰⁷

Pela visão institucionalista, há uma relação orgânica entre a companhia e os administradores. O administrador deve ser analisado como integrante de um órgão da sociedade, sob referência a um estatuto que lhe atribui direitos e deveres, organizado pela lei, e subsidiariamente pela assembleia geral.

A teoria organicista passou a prevalecer na legislação. Segundo ela, a sociedade anônima é vista com uma instituição de direito privado, isto é, pessoas reunidas no interesse comum, tendo por escopo o exercício de uma atividade de fim lucrativo, “por meio de uma organização permanente, na qual, *em virtude de lei*, cada um dos órgãos sociais tem uma função determinada, da qual não pode a companhia ser privada, e à qual não pode, conseqüentemente, renunciar”, ensina Leães.¹⁰⁸

Da mesma forma, Miranda Valverde¹⁰⁹ leciona:

O exercício das funções de diretor ou administrador de uma sociedade anônima não estabelece relações contratuais, ou de mandato, ou de locação de serviços entre o administrador ou diretor e a sociedade. Certamente que, na ausência de regras especiais

¹⁰⁷ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *op. cit.*, p. 42.

¹⁰⁸ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 146.

¹⁰⁹ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 395.

sobre os direitos e as obrigações de ambos, há de se recorrer aos princípios que disciplinam o mandato ou a locação de serviço conforme hipótese, mas isso por analogia. O administrador ou o diretor eleito pela Assembléia Geral, ou indicado por quem tenha autoridade para tanto, como nas sociedades anônimas de economia mista, não contrata com a sociedade o exercício das funções. Se o nomeado aceita o cargo, deverá exercê-lo na conformidade das prescrições legais e estatutárias, que presidem ao funcionamento da pessoa jurídica. Adquire uma qualidade, uma situação jurídica dentro do grupo ou corporação, a qual lhe impõe deveres e exige o desenvolvimento de certa atividade a bem dos interesses coletivos. O administrador ou diretor presta, inquestionavelmente, serviço. Mas a simples prestação de serviços, ainda quando remunerada, não basta para configurar o contrato de trabalho ou a locação de serviços.

2.8.14.2 Natureza da remuneração

Em decorrência da natureza da relação havida entre a sociedade e os administradores, a remuneração é de caráter institucional, estatutária. O administrador, desta feita, não é um empregado da companhia, razão que sua remuneração não tem contornos de salário. Nesse aspecto, vale destacar o Enunciado 269 do Tribunal Superior do Trabalho que reza:

O empregado eleito para ocupar cargo de diretor tem o respectivo contrato de trabalho suspenso, não se computando o tempo de serviço deste período, salvo se permanecer a

subordinação jurídica inerente à relação de emprego.

Diante desses preceitos, decorrem conseqüências diversas. Assim, o valor da remuneração poderá ser aumentado ou mesmo reduzido, porque não goza da proteção que a lei dispensa ao salário. Portanto, se o estatuto for omissivo, o administrador não fará jus aos direitos conferidos pela CLT (13º salário, irredutibilidade, adicionais, entre outros). De igual forma, a remuneração do administrador não se protege sob a rubrica de crédito privilegiado em caso de falência.

Não é por não ter as garantias da legislação trabalhista que o administrador exercerá o cargo gratuitamente. Não se compreende que a direção de uma sociedade e a assunção de responsabilidades não pequenas sejam gratuitas, destaca Leães.¹¹⁰

De outro lado, o regime estatutário em que o próprio administrador determinaria unilateralmente sua própria remuneração poderia dar causa a abusos, de forma a perceberem desmedidamente parte dos lucros que poderiam ser distribuídos aos acionistas a título de dividendos.

Com vistas a estabelecer um equilíbrio entre acionistas e administradores, a lei determinou que compete à assembléia geral fixar a remuneração dos administradores, sob alguns parâmetros: responsabilidades, tempo dedicado às funções, competência e reputação profissional e valor de seus serviços no mercado, que “permitissem remunerações adequadas”, e que propiciassem “à minoria prejudicada, ou à autoridade judicial que conhecer do caso, formar juízo sobre a

¹¹⁰ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *op. cit.*, p. 148.

existência ou não de abuso da maioria”.¹¹¹

A lei estabelece que a remuneração dos administradores consiste em uma parte fixa e outra variável, considerada esta sobre os lucros líquidos apurados, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual nem 10% dos lucros, prevalecendo o limite que for menor, respeito o dividendo mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido. Uma vez distribuídos os dividendos mínimos, os administradores farão jus à parte variável, não podendo a assembléia vetar, apenas declará-la.

Possibilita, outrossim, a concessão de *fringe benefits* ou benefícios indiretos. Nesse tocante, a lei determina o dever de informar dos administradores, de tal sorte que qualquer outra remuneração não deliberada e informada pela assembléia geral é vedada, sob pena de responsabilização.

Pesquisa da Mckinsey & Company¹¹² com investidores de 31 países aponta que, em média, mais de 90% dos investidores concordam em conceder benefícios aos administradores vinculados à valorização das ações. O resultado da concordância dos investidores foi:

98% dos investidores da Europa Oriental,

97% dos investidores da América Latina,

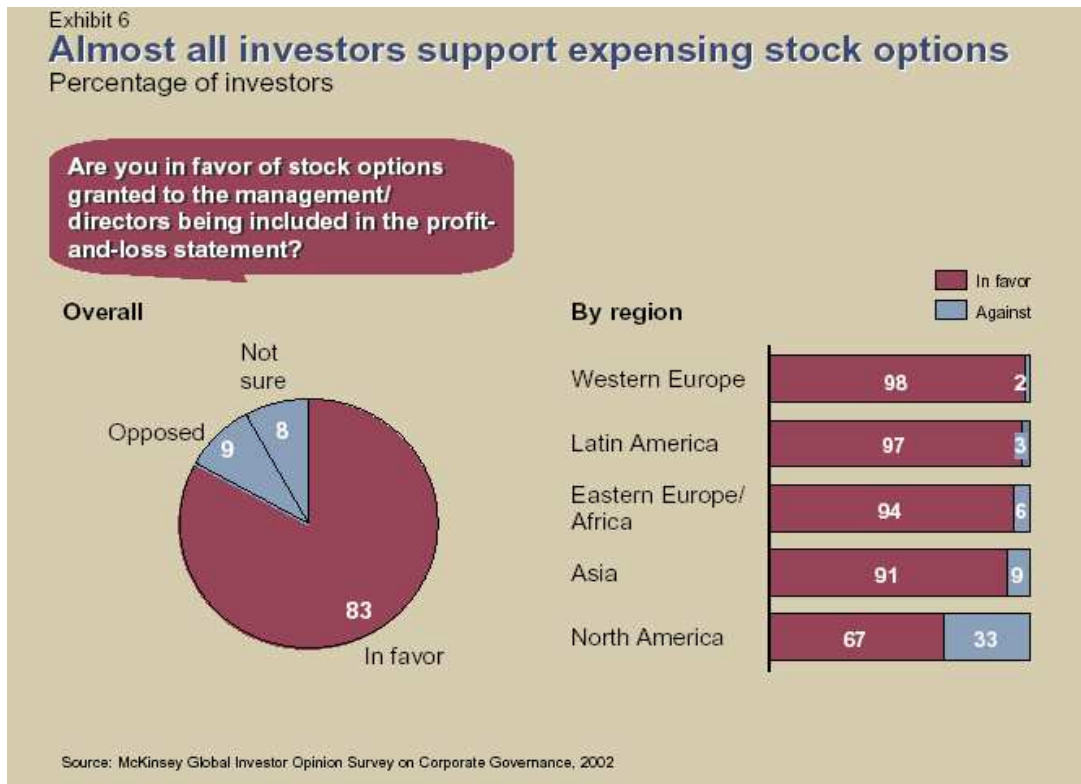
94% dos investidores da Europa Ocidental/África,

91% dos investidores da Ásia,

37% dos investidores na América do Norte.

¹¹¹ Exposição de Motivos da Lei nº6.404/76.

¹¹² Mckinsey & Company. *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*. Julho, 2002. Disponível em <www.mckinsey.com/governance>



A remuneração individualizada direta e indireta dos membros do Conselho de Administração compete à assembléia geral. Caso ela apenas a fixe de maneira global, será do Conselho essa competência.

Uma vez que a lei permite que 1/3 dos conselheiros exerçam o cargo de diretores, esses terão direito ao acúmulo de remunerações, cada qual correspondendo às funções diversas, uma no Conselho e outra na Diretoria.

2.8.15 Deveres e Responsabilidades

O Conselho deve desempenhar determinadas funções fundamentais, incluindo:

- (i) analisar e orientar a estratégia da companhia, os principais planos de ação, a política de risco, os orçamentos anuais e os planos de negócios. Supervisionar os gastos, aquisições e alienações mais importantes,
- (ii) fiscalizar a eficácia prática das orientações e proceder as mudanças, quando necessárias,
- (iii) supervisionar, selecionar e compensar os principais executivos e, quando necessário, planejar a substituição,
- (iv) harmonizar a remuneração dos principais diretores e conselheiros com os interesses de longo prazo da empresa e de seus acionistas,
- (v) garantir um processo formal e transparente para a nomeação e eleição do órgão de administração,
- (vi) fiscalizar e gerir os potenciais conflitos de interesses entre gestores, membros do órgão de administração e acionistas, incluindo o uso abusivo dos ativos da companhia e abuso em transações com partes relacionadas,
- (vii) assegurar a integridade dos sistemas de contabilidade e de informações financeiras da companhia, incluindo a auditoria independente, bem como o funcionamento de sistemas de controles internos, em especial o controle de risco, financeiro e operacional, e o cumprimento da lei e das normas aplicáveis,
- (viii) supervisionar o processo de divulgação de informações e de comunicação.

2.8.15.1 Dever de diligência

O Conselho de Administração está obrigado a atuar no interesse da empresa, dos acionistas, das partes relacionadas e da sociedade. Tal prerrogativa prevê dois elementos fundamentais do órgão: o dever de diligência e o dever de lealdade.

O dever de diligência obriga os conselheiros a agirem com base em informações completas, de boa-fé e com as precauções devidas. Tanto o Código Civil Brasileiro¹¹³ quanto a Lei das S/A¹¹⁴ exigem, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência dispensados à administração de seus próprios negócios.¹¹⁵ Eventual erro decisório não será objetivamente imputado ao Conselho se provado que não agiu com negligência ou imprudência, ou seja, se agiu com a mesma diligência que outra pessoa prudente empregaria, nas mesmas circunstâncias.

O administrador ao deixar de observar o seu dever está infringindo a lei, conduzindo de forma ilegal a administração da sociedade, motivo que impõe, nesses casos, a responsabilidade objetiva.¹¹⁶ A responsabilidade do administrador também se estende aos atos de seus subordinados, que estão sob sua supervisão funcional, desde que fique demonstrado que consentiu com os atos praticados. De outra parte, provada a sua revelia diante do ilícito ocultado pelo subordinado resta afastada sua responsabilidade.

O dever de diligência implica também no dever de agir com base em

¹¹³ Código Civil, art. 1.011. O administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.

¹¹⁴ Lei nº 6.404/76, 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.

¹¹⁵ Princípio que o direito norte-americano denomina de *standard of care for directors*.

¹¹⁶ Sobre a responsabilidade dos administradores, a análise será feita adiante.

informações completas. Isto é, devem certificar-se do fiel cumprimento das leis gerais e das normas emanadas por órgãos regulamentadores.¹¹⁷

2.8.15.2 Finalidade das atribuições e desvio de poder

A Lei das S/A enunciou as funções institucionais do administrador ao impor o respeito não apenas aos interesses da companhia, mas ao bem público e satisfazendo a função social da empresa.

Ademais, diante da dualidade entre os controladores e minoritários, impõe a lei que os administradores eleitos por qualquer uma dos dois grupos obedçam aos mesmos deveres que os demais. Dessa forma, a lei procurou impedir a formação de partidos na administração, em que um grupo se posicionaria apenas em criticar sem qualquer contribuição ativa. A existência de oposição, ressalta-se, é altamente salutar, desde que sua atuação não obstrua as iniciativas de interesse social.

De outra parte, a análise do desvio de poder aplica-se à conduta do administrador caracterizado pelo desvirtuamento das finalidades sociais, ainda que cumpridas as formalidades legais e estatutárias. Carvalhosa e Latorraca¹¹⁸ definem como “o uso indevido que o administrador faz do poder que lhe é conferido, para atingir finalidade diversa daquela que a lei determina”.

A lei busca vedar a usurpação de oportunidades de negócios para a sociedade em detrimento de interesses diversos, embora preservados os elementos

¹¹⁷ Por exemplo, SUSEP, CVM, ANS, entre outros.

¹¹⁸ CARVALHOSA, Modesto e LATORRACA, Nilton. *op. cit.*, p. 236.

formais prescritos na lei e no estatuto. Como se depreende, há uma prevalência do aspecto material sob o elemento formal. A observância do interesse social em contraposição aos interesses pessoais dos administradores constitui pressuposto para a companhia atingir sua finalidade, qual seja, o resultado positivo.

Embora a sociedade tenha uma finalidade a ser atingida não deve se olvidar de sua função social. Com efeito, assim como os interesses individuais não se sobrepõem aos interesses da companhia, estes não subjugam os interesses da sociedade como um todo.

A empresa é uma conjunção de diversas forças, é a racionalização dos fatores econômicos e humanos da produção, envolvendo não apenas os *shareholders* (acionistas), como também os *stakeholders* (clientes, empregados, fornecedores, comunidade).

São principalmente quatro as funções sociais da empresa. A primeira se destina à força de trabalho, visualizando as condições e relações para com os empregados, de forma preservar a simetria profissional do empregado e empregador. O trabalho deve ser tratado como profissão, com direitos e deveres, e não como usurpação da força alheia, como antinomia da condição humana.

A segunda refere-se ao resguardo dos interesses dos consumidores na extensão da cadeia econômica.¹¹⁹ Os produtos e serviços prestados à sociedade devem ser certificados de mínima garantia de qualidade. O direito da empresa de colocar seus préstimos aos consumidores está intrinsecamente ligado ao seu dever

¹¹⁹ Código de Defesa do Consumidor (Lei n°8.078/90).

de afiançar um padrão de qualidade necessário para alcançar a finalidade a que se destina o produto ou serviço.

A terceira função volta-se à preservação de um mercado concorrencial saudável. O administrador deve se nortear pela boa-fé no exercício da concorrência, mediante práticas eqüitativas de comércio, seja na posição de comprador, como na de vendedor. A concorrência desleal e o abuso do poder econômico são tipificados com punição pela lei.

A quarta, mais atual, é a preocupação com a preservação ecológica e do meio ambiente natural e urbano. A empresa deve ter o compromisso de não agressão ao meio ambiente, agindo ou não permitindo ofensa à fauna, flora e ajudar a solucionar problemas urbanos de poluição visual e sonora. Algumas instituições financeiras, por exemplo, criaram linhas de crédito em condições especiais para clientes com boas políticas ambientais e recusam-se a financiar projetos que desrespeitem o meio ambiente ou são tolerantes com práticas trabalhistas inaceitáveis, não obstante a capacidade de pagamento dessas empresas.¹²⁰

A lei também veda ao administrador ato de liberalidade à custa da companhia. Pode ocorrer por ação ou omissão do administrador, caracterizado pela redução do patrimônio social sem o benefício da contrapartida esperada. Algumas formas de liberalidade vedadas são o oferecimento de garantia em favor de terceiros não consistente com o objeto social da companhia; a distribuição antecipada de dividendos não autorizados pelo estatuto; a concessão de empréstimos a acionistas

¹²⁰ O presidente da FEBRABAN – Federação Brasileira dos Bancos, BARBOSA, Fabio Colletti, em matéria intitulada *O lucro é verde*, na revista *Veja*, edição nº2004, 18 de abril de 2007, pp. 11-12, expressou: "Por convicção ou por conveniência, o fato é que as melhores empresas e alguns países estão repensando sua maneira de fazer negócios. Por crença ou por pressão da sociedade, não importa. O assunto sustentabilidade está na pauta de todos os executivos."

ou partes relacionadas sem as garantias e acautelamento necessários e legais que impeçam o entendimento da distribuição disfarçada de lucros.¹²¹ Todos os atos de liberalidade, ou seja, sem a autorização da assembléia geral ou do conselho de administração, são nulos e, portanto, a sociedade não deve responder, conforme escreve Fran Martins,¹²² recaindo nas pessoas que infringiram a regra, nos termos da doutrina do *ultra vires*.

Diferentemente de liberalidade, a lei permite que o Conselho de Administração autorize a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade em que participa a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais. Carvalhosa¹²³ distingue que “no ato de liberalidade não se presume tenha havido nenhum benefício comunitário, ao passo que, no ato gratuito (...) a presunção é de que haverá esse benefício”.

2.8.15.3 Dever de lealdade

Determina a lei que o administrador deve servir com lealdade¹²⁴ à companhia, mantendo reserva sobre os seus negócios. Assim deve ser fiel aos interesses e à finalidade da empresa, honrando os compromissos assumidos ao

¹²¹ O Regulamento do Imposto de Renda de 1999, artigo 464, considera como distribuição disfarçada de lucro a (i) alienação, por valor notoriamente inferior ao de mercado, bem de seu ativo a pessoa ligada, (ii) aquisição, por valor notoriamente superior ao de mercado, bem de pessoa ligada, (iii) perda, em decorrência do não exercício do direito à aquisição de bem e em benefício de pessoa ligada, sinal, depósito em garantia ou importância paga para obter opção de aquisição, (iv) transferência a pessoa ligada, sem pagamento ou por valor inferior ao de mercado, direito de preferência à subscrição de valores mobiliários de emissão de companhia, (v) pagamento a pessoa ligada aluguéis, royalties ou assistência técnica em montante que excede notoriamente a valor de mercado, (vi) realização com pessoas ligadas qualquer outro negócio em condições de favorecimento, assim entendidas condições mais vantajosas para a pessoa ligada do que as prevaleçam no mercado ou em que a pessoa jurídica contrataria com terceiros.”

¹²² MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 367.

¹²³ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 1998, p. 245.

¹²⁴ Do direito norte-americano, o *standard of loyalty*.

empossar no cargo. Berle e Means¹²⁵ mencionam uma decisão de um tribunal norte-americano, no caso *Abbott v. American Hard Rubber Co.*, 33 Barbour 578:

Nenhum princípio está mais bem estabelecido do que o que diz que uma pessoa que tem o dever de trabalhar para outros, não pode agir em benefício próprio na mesma questão.

O dever de lealdade assume importância primordial, na medida em que sustenta a aplicação das demais atribuições. O conselho deve atentar-se que representa o conjunto dos acionistas, de forma que sua lealdade profissional deve ter por fim a empresa como um todo, sem instigar favorecimentos a determinadas partes ou grupos de investidores. O administrador deve servir à empresa e não servir-se dela.

Em razão disso, a lei enumera exemplificativamente condutas vedadas ao administrador:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo.

A vedação compreende a utilização de benefício próprio ou em favor de terceiros, independente da ausência de prejuízo à companhia. Portanto, a norma tem cunho formal, e não material, caracterizando-se a infração sem qualquer relação com algum resultado.

¹²⁵ BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Os economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1984, p. 191.

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia.

A lei não se limita à conduta omissiva do administrador de deixar de aproveitar oportunidades de negócios, mas também deixar de aproveitá-las quando possam beneficiar a companhia. Essa vedação da omissão é uma consequência do dever de diligência.

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

As hipóteses legais de violação ao dever de lealdade não são exaustivas.¹²⁶ Conseqüentemente, outras maneiras de infringência ao dever de lealdade podem ser declaradas pelo Poder Judiciário e pelas autoridades administrativas.

Não obstante a lei não exponha de forma direta tal como fez ao vedar o *insider trading*,¹²⁷ a infringência do dever ora analisado deverá ser reconhecida ainda que praticada por subordinados ou terceiros da confiança dos administradores. Desta feita, o prejudicado poderá acionar os infratores e os administradores como co-responsáveis para a reparação do dano.

A obrigação de lealdade refere-se à companhia, conforme dispõe a lei, de forma que a mera conduta dos administradores já é suficiente para puni-los. Já ao tipificar o *insider trading*, melhor analisado adiante, a lei aludi à pessoa prejudicada,

¹²⁶ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *op. cit.*, p. 57.

¹²⁷ Lei nº 6.404/76, artigo 155, § 2º.

de tal sorte que não basta a conduta dos administradores, há de existir a efetiva realização do prejuízo.

2.8.15.3.1 *Insider trading*

A proibição do *insider trading* visa a proteção do acionista, da companhia e do mercado de capitais como um todo. Trata-se de uma antijuridicidade de caráter público, pois atinge a própria confiança dos investidores na transparência das condutas e igualdade na relação entre todos acionistas no mercado de capitais. A transparência é um dos pilares da governança corporativa.

Insider é considerado os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do Conselho de Administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição e todos que, em razão do cargo ou função, tenham conhecimento do ato ou fato relevante. Conforme ensinamento do professor Barbosa Filho:¹²⁸

O conhecimento exclusivo de um fato dito relevante, ou seja, cuja ocorrência pode alterar os parâmetros de avaliação do mercado de capitais, não pode ser igualado a um instrumento para a obtenção de vantagens patrimoniais iníquas, sempre criadas em detrimento do grande público.

A prática do *insider trading* submete-se à responsabilidade objetiva

¹²⁸ BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *op. cit.*, p. 203.

independente da configuração da intenção, por ação ou omissão, estendendo-se aos administradores ou qualquer pessoa que tenha se aproveitado do vazamento de informações. Dispensa-se, inclusive, o nexó de causalidade entre a ação ou omissão e o prejuízo sofrido, conforme se depreende da norma ao vedar o uso de oportunidades “com ou sem prejuízo para a companhia”. O fundamento da abstenção da prática do *insider trading*, portanto, não é o dano, mas o caráter de confiança no administrador. É, dessa forma, um ilícito formal e objetivo.

O *insider* obtém ganho ou evita prejuízo mediante a compra ou venda precipitada de valores mobiliários de emissão da companhia, que necessariamente seriam negociados no mercado, não tivesse a informação privilegiada. Assim, o *insider* será o administrador ou terceiro, subordinado ou não, que fez uso de informação relevante sobre o negócio ou o estado da companhia não conhecida pelo mercado que tem interesse econômico presumidamente idêntico.

Assim, o que caracteriza o *insider trading* é o momento da negociação, a precipitação de operações atípicas que não se realizariam se não tivessem amparadas em nas informações privilegiadas.

Nesse passo, a Comissão de Valores Mobiliários ¹²⁹ determina que:

Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorridos nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do Conselho de Administração, do

¹²⁹ Instrução CVM nº 358/02, art. 13.

conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

Portanto, cumpre ao *insider* guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários da companhia, de forma a afetar a decisão dos acionistas de comprar, vender ou manter esses valores.¹³⁰

A guarda de sigilo, no entanto, não pode representar retenção ou sonegação de informações a outros órgãos ou pessoas, internas ou externas da companhia, que devam tomar conhecimento de tais fatos. Por exemplo, a negociação de um *underwriting* necessita de transferência de informações.

Dessa forma, considera-se vazamento de informação a participação de pessoas sem qualquer compromisso justificado com a companhia no acesso a informações não divulgadas ainda ao público. Importante destacar que o sigilo de tais informações deve perdurar pelo tempo necessário à preservação dos interesses da companhia, não devendo ultrapassá-lo, sob pena de infração ao dever de divulgar, adiante analisado.

Assim, o dever de sigilo e o dever de divulgar não se contrapõem. Ao

¹³⁰ Instrução CVM nº 358/02, art. 8º. Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do Conselho de Administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

revés, estão marcados em momentos distintos, sempre sob a premissa do interesse da companhia.

A lei estabeleceu a responsabilidade objetiva do *insider*, mas não cogitou da anulação do negócio.

O *insider* deve responder administrativamente¹³¹ pela infração grave, além de possível enquadramento em crime na ordem penal,¹³² lembra-nos Barbosa Filho.¹³³

Recentemente, diante da suspeita da prática de *insider trading* com as ações negociadas do Grupo Ipiranga, a CVM anunciou:

A CVM informa que, nesta data, 19 de abril de 2007, ajuizou, em litisconsórcio com o Ministério Público Federal, uma ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, por utilização de informação privilegiada em negociação de valores mobiliários de emissão de companhias do Grupo Ipiranga nos dias que antecederam a divulgação da alienação do controle de tais companhias.

Os réus da ação civil pública cima referida são os investidores que tiveram bloqueadas ações ordinárias de emissão do Grupo Ipiranga adquiridas antes do anúncio da venda das companhias que o

¹³¹ Lei nº 6.385/76, artigo 11.

¹³² Lei nº 6.385/76, artigo 27-D, prevê a pena de 1 a 5 anos de reclusão e multa, de até 3 vezes o valor da vantagem obtida.

¹³³ BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *op. cit.*, p. 204.

integram, e alienadas após a divulgação da operação, ou o produto da venda de tais ações, em decorrência das medidas liminares concedidas nas medidas cautelares nos 2007.51.01.490060-2 e 2007.51.01.014079-0, ajuizadas pelo Ministério Público Federal e pela CVM, respectivamente, em 21 e 23 de março corrente. Tais medidas cautelares, assim como a ação civil pública, estão em curso perante a 15ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro.

A CVM informa ainda que a investigação dos fatos que deram origem às ações judiciais permanece em andamento e que suas conclusões serão oportunamente informadas.

2.8.15.4 Conflito de interesses

A lei societária vedou ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe o dever de notificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do Conselho de Administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.¹³⁴

Note-se que o dispositivo não proíbe ao administrador negociar com a companhia. Veda-lhe, apenas, que intervenha, na qualidade de administrador, no ato negocial. Um ato negocial pressupõe um acordo bilateral, de vontades de partes distintas que coincidem a um objeto comum. Donde não pode o administrador,

¹³⁴ Do direito norte-americano, o princípio *disclosure*.

enquanto no interesse da sociedade, deliberar que a companhia negocie consigo próprio, enquanto pessoa física.

O administrador é a própria instituição social, não havendo dualidade de pessoas. A identidade entre a companhia e o administrador torna o impedimento absoluto.

Embora a norma vigente não tenha tratado do interesse mediato através da interposição de pessoas, é bastante lógico que o impedimento da negociação também se aplica. Qualquer interesse, ainda que remoto ou eventual, é suficiente para aplicação da regra vedatória.

Em qualquer caso impeditivo, o fundamento é vetar que a mesma pessoa se torne devedora e credora de si própria.

O impedimento é amplo. Não apenas para celebração de acordo, mas se estende também para opinião, sugestão ou qualquer outra influência que possa ocorrer no órgão deliberativo da companhia.

A responsabilidade nesses casos independe da verificação de prejuízo material. É apta para responsabilização a ofensa ao dever de lealdade. Responde o infrator objetivamente.

Vale observar que a lei não impede que o administrador celebre negócios jurídicos com a companhia. Apenas impõe que tal negócio entre se faça em determinadas condições. A primeira, como visto, é a não-intervenção do administrador na deliberação da realização do negócio. A segunda é revelar pormenorizadamente a natureza e o grau de seu interesse. O terceiro

requisito é que o negócio se confirme em condições razoáveis ou eqüitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

Ressalta-se que além ferir o dever de lealdade do administrador, poderia gerar para a companhia conseqüências fiscais, sob entendimento de distribuição disfarçada de lucro, conforme artigo 464 do Regulamento do Imposto de Renda de 1999.

Em descumprindo a vedação mencionada, fica o administrador com a obrigação de transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido. O negócio seria anulável. Significa que o negócio jurídico produzirá todos os seus efeitos até julgado por sentença. A anulabilidade, por outro lado, que expressar a possibilidade de ratificação do negócio.

A declaração judicial da descontinuação do negócio compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia geral, ou, por substituição processual, a acionistas que representem ao menos 5% do capital social.¹³⁵

2.8.15.5 Dever de informar

O dever de informar deriva do direito norte-americano *duty of disclosure*. Constitui norma preventiva de *insider trading*. Enquanto o dever de informar determina que as informações sejam divulgadas, a norma do *insider trading* veda que não se faça uso dessas informações enquanto não tiverem sido publicadas.

¹³⁵ Lei n°6.404/76, artigo 159.

O professor Barbosa Filho ¹³⁶ esclarece que a medida visa dar transparência na atuação dos administradores de forma a evitar que:

(...) sejam ultimadas operações ocultas, como o 'aluguel' de ações, ou seja, a transferência da titularidade de participações societárias com o escopo único de possibilitar o exercício de direito de voto por um terceiro, facilitando sua eleição para um cargo administrativo, com a sua posterior devolução, tornando *invisível* o exercício de poderes de comando na companhia.

A publicidade dos fatos relevantes é o mecanismo que possibilita os acionistas da companhia avaliarem a oportunidade do investimento para comprar, vender ou manter os valores mobiliários emitidos pela sociedade.

Uma vez publicada tais informações, a responsabilidade pela tomada de decisão compete apenas aos investidores. A transparência das informações busca preservar o interesse da companhia e, ao mesmo tempo, garantir uma avaliação da conveniência ou não para o acionista investir. Esse dever, no momento atual, é incessantemente buscado pelos princípios da governança corporativa.

Ao firmar o termo de posse, o administrador deve informar o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

Há ainda a obrigação dos administradores de fazer comunicar à CVM e, se for caso, à Bolsa de Valores e divulgar na imprensa os atos ou fatos

¹³⁶ BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *op. cit.*, p. 206.

relevantes.¹³⁷ Atos relevantes são as deliberações da assembleia geral e dos órgãos de administração da companhia. Já fatos relevantes são os acontecimentos que surgem independentemente da vontade social e que importam incisivamente nos negócios sociais.

A Instrução CVM nº358/02 assim define ato ou fato relevante:

Art. 2º. Considera-se relevante, para os efeitos de esta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I. na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II. na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III. na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

A norma, com nítido caráter didático, menciona alguns exemplos

¹³⁷ Instrução CVM nº 358/02, art. 3º, § 1º Os acionistas controladores, diretores, membros do Conselho de Administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores, que promoverá sua divulgação.

considerados como fato ou ato relevante.¹³⁸

A informação deve ser oportuna, no momento propício. No direito norte-americano denomina-se *timely disclosure*. Assim, a informação por si só não é suficiente, há de ser imediatamente após a companhia ter tomado conhecimento e formado juízo sobre o acontecimento. Sempre que possível, deverá ser divulgado antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores. Esse dever insere-se no âmbito da diligência dos administradores, conforme já visto. Lamy

-
- ¹³⁸ (i) assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
- (ii) mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
- (iii) celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
- (iv) ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
- (v) autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
- (vi) decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
- (vii) incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresa ligadas;
- (viii) transformação ou dissolução da companhia;
- (ix) mudança na composição do patrimônio da companhia;
- (x) mudança de critérios contábeis;
- (xi) renegociação de dívidas;
- (xii) aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
- (xiii) alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
- (xiv) desdobramento ou agrupamento de ações ou atribuição de bonificações;
- (xv) aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;
- (xvi) lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
- (xvii) celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
- (xviii) aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
- (xix) início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
- (xx) descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
- (xxi) modificação de projeções divulgadas pela companhia;
- (xxii) impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir afetar a situação econômico-financeira da companhia.

Filho e Bulhões Pedreira¹³⁹ ressaltam:

Calar quando o mercado está notoriamente sendo orientado por informações erradas, equivaleria a divulgar informação falsa.

Ocorre que os administradores podem se opor à divulgação das informações se entenderem que sua revelação porá em risco o interesse legítimo da companhia.¹⁴⁰ O prevalecimento do dever de sigilo sobre o de informar somente encontra guarida se as informações favorecerem os competidores ou concorrentes da companhia.

Uma vez afastados ou dispersos os motivos que se opuseram à divulgação das informações, o dever de informar deve emergir. Nesse sentido, a CVM,¹⁴¹ em reunião extraordinária do colegiado, decidiu:

Divulgação de Fatos Relevantes – Sadia S.A.

O Colegiado, considerando:

(i) Que em 06.12.2006 foi deferido pedido da Sadia S.A. de exceção à divulgação de fato relevante, relativo às motivações das renúncias do diretor financeiro e de relações com investidores e de conselheiro da companhia;

(ii) Que o deferimento se deveu ao fato de que as renúncias foram

¹³⁹ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *op. cit.*, p. 377.

¹⁴⁰ Instrução CVM nº 358/02, art. 6º.

¹⁴¹ CVM. *Divulgação de Fatos Relevantes – Sadia S/A*. Rio de Janeiro, ata da Reunião Extraordinária do Colegiado, de 22/02/07. Participantes: Marcelo Fernandez Trindade - Presidente; Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana - Diretora; Antonio Carlos de Santana - Diretor-Substituto. Presente: Waldir de Jesus Nobre - Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários.

motivadas por fatos que estavam sujeitos a investigação sigilosa pela CVM, quais sejam, negociações de valores mobiliários no mercado norte americano em período em que os referidos administradores dispunham de informação ainda não divulgada ao mercado;

(iii) Que nesta data foi divulgada pela Securities and Exchange Commission - SEC a celebração de acordo com um dos referidos administradores, o que levou a CVM a tornar pública a existência da investigação sobre a negociação efetuada pelo referido administrador, afastando o motivo do deferimento de não divulgação;

(iv) Que uma vez divulgada a informação relativa a um dos administradores, deixa de existir risco de dano para a companhia em relação à divulgação das razões da renúncia do outro administrador, passando, além disso, a ser recomendável, para a adequada informação do mercado, que o quadro mais completo quanto às informações relativas ao tema seja divulgado;

Decidiu, por unanimidade, determinar a imediata divulgação dos fatos relevantes cuja não divulgação fora deferida em 06.12.2006.

Compete à Comissão de Valores Mobiliários exercer as funções de verificar se as informações enunciadas pelos administradores são oportunas pelo momento, exatas no conteúdo, precisas e simples na redação e suficientemente completas para permitir aos *shareholders* a ciência da circunstância para permitir-lhes formar o juízo de continuar, afastar-se ou investir mais no negócio.

2.8.15.6 Tratamento eqüitativo aos acionistas

O Conselho de Administração não deve agir como representante individual de determinado grupo de acionistas em detrimento dos demais. Embora determinados membros possam ser eleitos por certos acionistas (caso dos investidores institucionais), sua atribuição e dever de lealdade é para com todos os investidores, inclusive os minoritários.

Deve ter por diretriz o equilíbrio e respeito para com todos acionistas. Nas melhores práticas da governança corporativa assume papel importante na proteção dos direitos dos minoritários. Sua estrita observância garante a credibilidade da companhia no mercado acionário, fortalecendo a confiança dos inúmeros investidores do retorno do capital aplicado.

2.8.15.7 Ética

O Conselho de Administração desempenha uma atribuição precípua na condução ética da companhia em duas vertentes: na própria atuação e no monitoramento do corpo diretor. Portanto, assume a responsabilidade pela gestão ética da empresa.

A adoção de elevados padrões éticos reflete, a longo prazo, benefício para a empresa condizente com sua política de perenidade, através da consolidação da credibilidade e confiança do investidor. A avaliação de retorno do investimento a longo prazo passa pelo crivo da ética.

O cumprimento de padrões éticos vai além da observância das leis. A credibilidade da empresa se desenvolve com cada conduta. É um requisito fundamental que se alinha com a diretriz da transparência.

A OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico¹⁴² ressalta a importância dos padrões éticos inseridos como referencial na conduta da sociedade:

O Conselho deve zelar pelo cumprimento da lei aplicável e, ao mesmo tempo, assegurar o desenvolvimento de uma cultura ética na operação da empresa.

Os interesses a longo prazo de uma empresa estão voltados não só à observância da lei, mas também ao desenvolvimento de uma cultura ética que norteie as operações rotineiras com seus clientes e partes interessadas.

2.8.15.8 Avaliação e orientação da estratégia

É uma atribuição de fundamental relevância para o conselho que está intrinsecamente vinculada à política de risco da companhia. Mensurar risco importa não apenas em averiguar seus tipos e graus, mas confrontar com a expectativa da empresa.

Determinados segmentos, o risco a assumir deve ter aprovação de órgão regular, com o fim de preservar o sistema econômico em que a companhia está

¹⁴² OCDE - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina*. 2002. Disponível em <www.oecd.org>

inserida.¹⁴³

2.8.15.9 Eficácia das orientações

O conselho também tem a atribuição de fiscalizar a eficácia e eficiência executiva de suas orientações. A constituição de um órgão para controle interno na companhia garante o fiel cumprimento das deliberações do conselho.

Em alguns países, mencionada a OCDE, há recomendação para o conselho realizar a auto-avaliação de seu desempenho, bem como a avaliação individual de cada membro do próprio Conselho de Administração, bem como da diretoria.

2.8.15.10 Integridade do sistema de contabilidade e informações financeiras

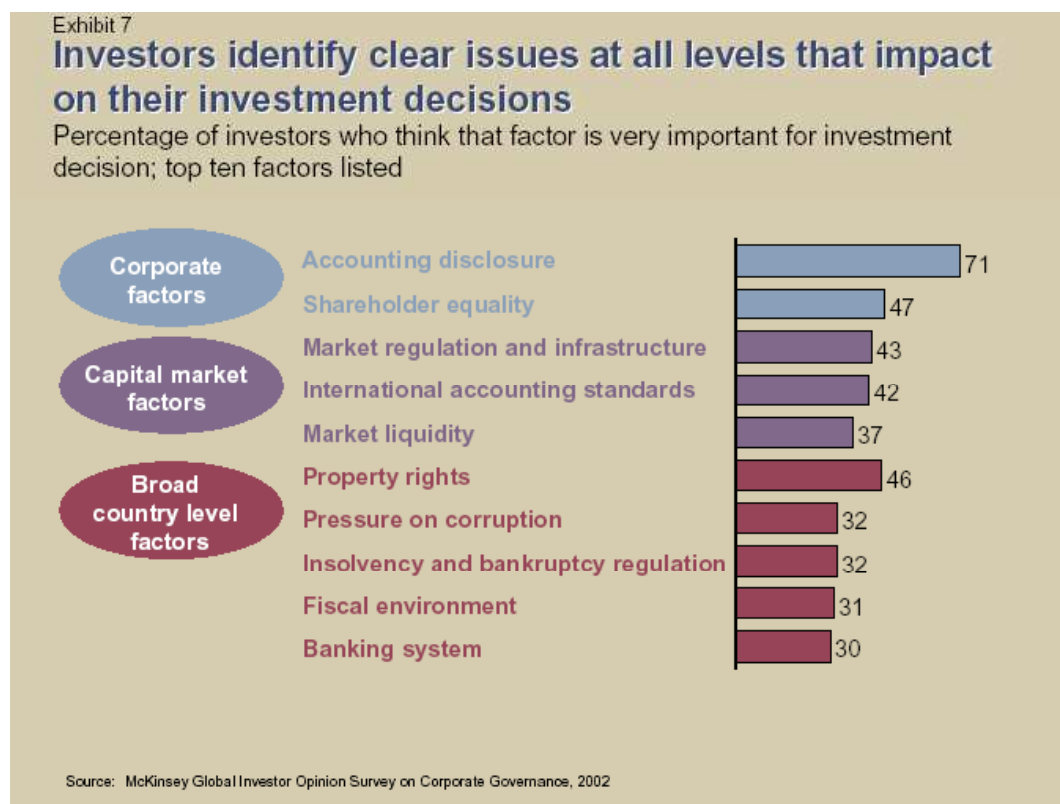
Uma atribuição essencial do Conselho de Administração é assegurar a integridade dos sistemas de contabilidade e de informações financeiras da companhia.

A integridade dos sistemas de comunicação impõe estabelecer e fazer cumprir os requisitos de responsabilização e transparência em toda empresa. A transparência das informações financeiras é basilar das melhores práticas de governança corporativa.

¹⁴³ São os casos, por exemplo, das instituições financeiras e seguradoras, reguladas pelo BACEN e SUSEP, respectivamente, que determinam o grau de exposição ao risco permitido de suas reservas.

Pesquisa da consultoria Mckinsey,¹⁴⁴ publicada em julho de 2002, ou seja, após os escândalos norte-americanos, apontou a preocupação dos investidores de 31 países para investir em uma empresa, com destaque para a transparência das informações contábeis:

- 71% transparência das informações contábeis (*accounting disclosure*)
- 47% igualdade entre os acionistas (*shareholder equality*)
- 46% proteção dos direitos dos acionistas (*property rights*)
- 43% regulação do mercado (market regulation and infrastructure)
- 42% padrão internacional de contabilidade (*international accounting standards*)
- 37% liquidez das ações (*market liquidity*)



¹⁴⁴ Mckinsey & Company. *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*. Julho, 2002. Disponível em <www.mckinsey.com/governance>

2.8.15.11 Responsabilidade dos Administradores

Inicialmente vale distinguir o Conselho de Administração das pessoas de seus conselheiros. O órgão é dotado de atribuições e competências legais, ao passo que seus membros têm deveres e responsabilidades ao exercerem as funções atribuídas ao órgão.

O Conselho de Administração constitui instrumento legal de organização para estabelecimento de relações jurídicas para com terceiros. A condução dessas atribuições compete aos seus membros, que, dessa forma, assumem responsabilidade perante a própria pessoa jurídica e à CVM, enquanto fiscalizadora do mercado de capitais.

A regra geral é da irresponsabilidade pessoal do administrador perante terceiros pelos atos de representação da sociedade. O enunciado do artigo 158 da legislação societária afasta a responsabilidade dos administradores em ato regular de gestão, isentando-os de não responderem pessoalmente pelos negócios efetivados em que atuaram “em nome da sociedade”.¹⁴⁵ Ocorre que os conselheiros, como visto, não atuam “em nome da sociedade”, porque têm apenas a função deliberativa. A representação da sociedade, ativa ou passivamente, judicial ou extrajudicialmente, compete à diretoria, nos termos do artigo 144 da Lei das S/A. Essa falha pode trazer diversos problemas sobre a responsabilidade civil dos conselheiros, considerados individualmente. O exercício dos cargos legais e

¹⁴⁵ Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.

estatutários dos conselheiros se expressa coletivamente, porque um órgão de deliberação única, de forma coletiva. De tal sorte que a responsabilidade, se verificada, também deve ser imputada de maneira colegiada.

No entanto, para que haja responsabilidade do Conselho de Administração e a isenção pessoal do conselheiro pressupõe-se o ato regular de gestão. Ocorre que essa expressão não é legalmente definida, de tal forma que há necessidade de compreender o sentido de ato *irregular* de gestão, que a lei o extrai através de duas condutas: a primeira deriva de atos praticados com culpa ou dolo; a segunda remete aos que foram cometidos com violação da lei ou do estatuto.

Nesse sentido, sobre a responsabilidade pessoal dos administradores diante da ilicitude de um ato, obtempera José Alexandre Tavares Guerreiro:¹⁴⁶

(...) a responsabilidade daqueles é irrecusavelmente fundada no ato ilícito, cuja obrigação de ressarcimento, como assinala Scialoja, nasce da lei. Assim sendo, diz o mesmo Scialoja, a renúncia antecipada à ação de ressarcimento por violação da lei constitui convenção nula, porque contrária à moral, à ordem pública e aos bons costumes.

O primeiro dos fatores de responsabilização do administrador remete aos motivos clássicos de responsabilidade por ato ilícito, difundido pelo Código Civil, nos atuais artigos 186,¹⁴⁷ 187¹⁴⁸ e 927.¹⁴⁹ O agente causador do prejuízo por sua

¹⁴⁶ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n° 42, 1981, p. 80.

¹⁴⁷ Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

conduta culposa ou dolosa deve responder pelos atos praticados. Bem ponderam Fábio Comparato e Calixto Salomão Filho¹⁵⁰ que o desvio de poder “desnatura a legitimidade da decisão coletiva, malgrado a sua regularidade formal, paralisando, portanto, aquela atribuição de efeitos dos atos praticados”.

Logo, observa-se a imprescindibilidade de se provar o elemento subjetivo, incumbido àquele que sofreu o dano.

A particularidade da responsabilidade do administrador em relação à regra geral do Código Civil é a disposição em lei dos atos que o obriga à determinada conduta dentro das atribuições e deveres próprios da função administrativa exercida, sob pena de responder pela negligência, imprudência ou omissão voluntária. Ou seja, pressupõe-se que os atos tenham sido praticados de acordo com a esfera específica de atribuições do órgão em que se submete.

Cumprindo ainda aduzir que a companhia também assume responsabilidade perante terceiros pelos prejuízos causados por seu administrador, não obstante a caracterização da prática de ato doloso ou culposos deste. Isto porque o ato exercido obedeceu aos ditames formais exigidos, habilitando a sociedade a responder. Todavia, não fica o administrador exonerado da responsabilidade em relação à sociedade, que tem a dispor da ação de regresso.

A outra forma de responsabilização pessoal do administrador surge na prática de atos “com violação da lei ou do estatuto”. Isto é, o administrador exorbita

¹⁴⁸ Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

¹⁴⁹ Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

¹⁵⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 403.

de suas funções regulares.

Um aspecto importante que se observa nessa forma de responsabilidade é o seu reconhecimento independente do exame do elemento subjetivo. O descumprimento de uma lei ou do estatuto já se mostra suficiente, não se subordinando à verificação do ânimo que norteou a conduta do agente. A conduta lesiva, enquanto dado objetivo, é o bastante para a responsabilização do administrador.

Essa objetividade com que embasa a responsabilidade pode ensejar discussões. Traz ponderações Paulo Fernando Campos Salles de Toledo:¹⁵¹

Não se pode deixar de convir que o emprego da teoria do risco (que informa a responsabilidade objetiva) pode conduzir a distorções indesejáveis. Cumpre ter-se em mente que a finalidade do Direito somente se atinge com a consecução do justo. Ora, a responsabilidade objetiva pura pode acarretar soluções injustas, que se deve procurar evitar. E a presunção de culpa pode revelar-se instrumento eficaz para esse fim.

Defende essa corrente que contrapõe a responsabilidade objetiva revelando algumas situações, tais como a legítima defesa, a existência de um perigo iminente,¹⁵² ou o caso fortuito ou força maior,¹⁵³ que a própria lei civil exclui o caráter de ilicitude. Ou seja, embora determinados atos tenham sido praticados com

¹⁵¹ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *op. cit.*, p. 71.

¹⁵² Código Civil, artigo 188.

¹⁵³ Código Civil, artigo 393.

violação da lei ou do estatuto, a observância de alguns dos fatores que a lei exclui a compreensão de ilícito não pode motivar a responsabilização dos administradores.

A conduta do administrador motivada por tais fatores isenta-o da responsabilidade. Essa corrente que sustenta pela culpa presumida à responsabilidade objetiva encontra prevalência da lei societária, que dispõe:¹⁵⁴

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.

Vistos os aspectos gerais da responsabilidade pessoal do administrador, diante de atos irregulares de gestão, cumpre focalizar alguns pontos particulares do tema.

Assim, após tratar dos fundamentos da responsabilidade civil, observamos que a lei anota o caráter individual de que esta se reveste. O administrador somente responderá por atos de outros administradores se “com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática”. Desta feita, para eximir-se da responsabilidade, o conselheiro deve fazer consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração.

A lei impõe aos administradores¹⁵⁵ o dever de denunciar atos lesivos com

¹⁵⁴ Lei nº 6.404/76, artigo 159, § 6º.

¹⁵⁵ Vale também lembrar que, diante do dever de diligência, o administrador responde pelos atos de seus subordinados, sob culpa *in eligendo* e *in vigilando*.

violação da lei ou do estatuto realizados pelos outros administradores contemporâneos. Também é dever do administrador e de igual forma é penalizado aquele de deixar de comunicar o não-cumprimento de um dever de seus predecessores. Dessa forma, sendo obrigando-se a estas atribuições, o seu não cumprimento conduz à sua co-responsabilidade. A responsabilidade, nesses casos, é solidária.

Outra hipótese de responsabilidade solidária surge pela atuação de terceiro em concurso com o administrador pela prática de ato com violação da lei ou do estatuto “com o fim de obter vantagem para si ou para outrem”.

2.8.15.11.1 Ação de responsabilidade

Para que se efetive a responsabilidade em exame, a lei societária prevê disposições especiais acerca da ação a ser movida em face dos administradores que praticaram os atos lesivos. Não são regras processuais, são normas de cunho material, traçadas genericamente.

Ordinariamente, a legitimidade da ação de reparação civil é atribuída à companhia, pois foi quem sofreu diretamente os prejuízos patrimoniais. A deliberação decisória compete à assembleia geral, órgão máximo da sociedade por ações.¹⁵⁶

A assembleia geral será a ordinária ou a extraordinária, sendo que para esta há necessidade de estar prevista na ordem do dia, ou resulte de discussão de

¹⁵⁶ A assembleia geral tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento, nos termos do artigo 121, da Lei nº 6.404/76.

assunto que nela tenha sido incluído.

A deliberação da assembléia produz efeitos imediatos, determinado o afastamento do administrador contra o qual deva ser movido o processo e sua substituição incontinenti. Vale observar que não se trata de simples suspensão temporária enquanto tramita o processo. A deliberação da assembléia já implica em um primeiro julgamento da conduta do administrador, no âmbito administrativo. Ao deliberar processá-lo judicialmente, a companhia assume postura de desacordo com sua gestão e o condena ao impor-lhe a sanção de impedimento.

A posição da sociedade em mover uma ação em face de seu administrador encontra um problema de ordem de estrutura sistêmica. Isto é, como o administrador, na condição de representante orgânico da sociedade, com o poder que esta qualidade lhe confere, poderá deixar de influenciar a deliberação da assembléia no sentido de não impedir que esta delibere processá-lo?

A constatação que esse mecanismo isolado é insuficiente para proteger a sociedade justifica a existência de outros instrumentos legais. Assim, ao lado da possibilidade de ação intentada pela sociedade, a lei prevê a ação movida pelos acionistas interessados, em nome próprio. Movem em nome próprio, mas não para defesa de interesse individualizado, mas sim no da companhia. É um caso típico de substituição processual.

Duas formas há para os acionistas interessados promoverem a ação. A primeira, pela legitimação extraordinária a “qualquer acionista”,¹⁵⁷ no caso da companhia não o fizer no prazo de três meses da deliberação da assembléia geral.

¹⁵⁷ Lei nº 6.404/76, artigo 159, § 3º.

Essa faculdade legal visa impedir comportamentos protelatórios da companhia, que tornariam ineficazes as deliberações sociais tomadas. Dessa forma, o acionista é dotado de legitimação ativa concorrente, mas subsidiária, em cautela à inércia da companhia.

Outra hipótese do acionista promover a ação emerge da situação em que a assembléia geral delibera não responsabilizar o administrador. Neste caso, ao acionista interessado é exigida a participação de, no mínimo cinco, por cento do capital social.¹⁵⁸ A lei não discrimina a qualidade das ações detidas pelo acionista, se ordinárias ou preferenciais, de forma que o percentual refere-se a todo o capital social. Vale lembrar que a este acionista lhe é conferido o direito de pedir informações ao administrador, nas assembléias gerais.¹⁵⁹

Como exposto anteriormente, diante de qualquer das duas hipóteses acima o acionista inconformado pode, em nome próprio, mover o processo, mas para defesa de interesse da companhia e não o próprio. Por corolário, os resultados da ação promovida deferem-se à companhia. Reconhecendo tal situação, a lei fixa que “até o limite daqueles resultados, todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados”¹⁶⁰ a sociedade deve indenizar o acionista.

Cabe ainda ressaltar que a ação da companhia “não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador”¹⁶¹ visando a reparação civil pelos danos causados. Nesse caso, o processo teria por objetivo a

¹⁵⁸ Lei nº 6.404/76, artigo 159, § 4º.

¹⁵⁹ Lei nº 6.404/76, artigo 157, § 1º.

¹⁶⁰ Lei nº 6.404/76, artigo 159, § 5º.

¹⁶¹ Lei nº 6.404/76, artigo 159, § 7º.

defesa de direito individualizado do acionista ou do terceiro.

2.8.15.11.2 Leis esparsas

Por certo que a legislação das S/A não reproduz nem menciona todas as leis que imputam aos administradores a pena por gestão fraudulenta. Não obstante, as leis esparsas evidentemente se aplicam, caso os fatos observados sejam tipificados.

O Código Penal prescreve pena àquele que comete fraudes e abusos na administração de sociedade por ações, “fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo”.¹⁶²

Na hipótese do crime de depositário infiel ser a pessoa jurídica, a prisão “será decretada contra seus diretores, administradores, gerentes ou empregados

¹⁶² Art. 177. Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo:

Pena – reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular.

§ 1º Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular:

I – o diretor, o gerente ou o fiscal de sociedade por ações, que, em prospecto, relatório, parecer, balanço ou comunicação ao público ou à assembléia, faz afirmação falsa sobre as condições econômicas da sociedade, ou oculta fraudulentamente, no todo ou em parte, fato a elas relativo;

II – o diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade;

III – o diretor ou o gerente que toma empréstimo à sociedade ou usa, em proveito próprio ou de terceiro, dos bens ou haveres sociais, sem prévia autorização da assembléia geral;

IV – o diretor ou o gerente que compra ou vende, por conta da sociedade, ações por ela emitidas, salvo quando a lei o permite;

V – o diretor ou o gerente que, como garantia de crédito social, aceita em penhor ou em caução ações da própria sociedade;

VI – o diretor ou o gerente que, na falta de balanço, em desacordo com este, ou mediante balanço falso, distribui lucros ou dividendos fictícios;

VII – o diretor, o gerente ou o fiscal que, por interposta pessoa, ou conluiado com acionista, consegue a aprovação de conta ou parecer;

VIII – o liquidante, nos casos dos nos I, II, III, IV, V e VII;

IX – o representante da sociedade anônima estrangeira, autorizada a funcionar no País, que pratica os atos mencionados nos nos I e II, ou dá falsa informação ao Governo.

§ 2º Incorre na pena de detenção, de seis meses a dois anos, e multa, o acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembléia geral.

que movimentem recursos financeiros isolada ou conjuntamente”, consoante dispõe a Lei nº 8.866/94.¹⁶³

A responsabilidade por infrações de natureza tributária é imputada objetivamente, independentemente da intenção do agente ou do responsável e da efetividade, natureza e extensão dos efeitos do ato. O administrador responde pessoalmente pelos créditos correspondentes a obrigações tributárias resultantes de atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei ou estatuto social.¹⁶⁴

A lei que dispõe da prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica prescreve que a responsabilidade da empresa se estende às pessoas de seus administradores, de forma solidária.¹⁶⁵

A Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de capitais e criou a Comissão de Valores Mobiliários,¹⁶⁶ determina, no seu artigo 11, que órgão poderá impor aos administradores, mediante processo administrativo regular, as penalidades de advertência, multa, suspensão do exercício do cargo de administrador ou inabilitação temporária para o seu exercício.

A suspensão ou inabilitação para o exercício do cargo decorre de falta grave cometida pelo administrador, assim considerada:¹⁶⁷

¹⁶³ Art. 7º Quando o depositário infiel for pessoa jurídica, a prisão referida no § 2º do artigo 4º será decretada contra seus diretores, administradores, gerentes ou empregados que movimentem recursos financeiros isolada ou conjuntamente.
Parágrafo único. Tratando-se de empresa estrangeira, a prisão recairá sobre seus representantes, dirigentes e empregados no Brasil que revistam a condição mencionada neste artigo.

¹⁶⁴ Código Tributário Nacional, artigos 135 e 136.

¹⁶⁵ Lei nº 8.884/94, artigo 16.

¹⁶⁶ Lei nº 6.385/76.

¹⁶⁷ Instrução CVM nº 8/79.

(i) criação de condições artificiais de preço dos valores mobiliários emitidos pela companhia, decorrente de ação ou omissão do administrador;

(ii) manipulação de preço no mercado;

(iii) operações fraudulentas no mercado de capitais, levando terceiros a erro, com a finalidade de obter vantagem ilícita;

(iv) práticas não eqüitativas que coloquem uma indevida posição de desequilíbrio entre as partes em transações com valores mobiliários emitidos pela companhia.

3. CONCLUSÃO

O crescimento da economia requer, entre outras medidas, o fortalecimento do mercado de capitais, um dos principais ambientes de financiamento de empreendimentos de longo prazo.

Um mercado de capitais desenvolvido é capaz de gerar expectativas de retorno positivo do custo do investimento. O custo do investimento é mensurado por critérios que pressupõem a confiabilidade das informações divulgadas pela companhia, apta a atender a necessidade de avaliar o risco, sem a preocupação focada na veracidade dessas informações ou a incerteza da existência de fraude conscientemente ocultada.

A confiança no sistema, que representa em última instância a análise individual de cada empresa, é sustentada por diversos mecanismos que asseguram a transparência das informações, o tratamento eqüitativo dos diversos acionistas, a prestação de contas e soluções para resolver conflitos entre os agentes envolvidos, seja o acionista controlador, os demais acionistas, o gestor ou outras partes interessadas.

O conjunto desses mecanismos consiste nas práticas da governança corporativa que, em síntese, constitui um fator importante de segurança da igualdade de oportunidade de ser informado e que tais informações sejam, em seu conteúdo, confiáveis e, na sua exposição, transparente.

Um dos principais instrumentos institucionais de garantia de eficácia dos

mecanismos de governança corporativa é o Conselho de Administração.

O conselho tem por atribuição, mais que legal, porque a base da confiança sistêmica, assegurar o monitoramento da companhia. Tem por função alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas. Assim o é que os códigos das melhores práticas de governança corporativa recomendam a independência do Conselho de Administração com as atividades de execução, como também deixar de interferir no interesse da companhia em situações em que conflita com os interesses particulares. Para tanto, no exercício de suas funções não pode se inclinar em favorecimento de determinadas partes ou grupos.

O Conselho de Administração tem o dever de não apenas monitorar as atividades do corpo executivo da empresa, mas de fiscalizar a eficácia prática de suas decisões, por isso lhe é incumbido de eleger e destituir os diretores da companhia, bem como escolher e destituir os auditores independentes.

O conjunto das atribuições do Conselho de Administração, passando pelos deveres de diligência, lealdade e de informar, em última análise, tem por objetivo estabelecer a confiança do mercado em face da companhia, o que, por consequência, motiva o investimento do capital privado. Estabelecer a confiança do investidor no mercado de capitais não é senão o fundamento das boas práticas da governança corporativa.

Razão pela qual conclui-se que o Conselho de Administração representa um dos principais mecanismos da Governança Corporativa.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ARIDA, Pécio; BACHA, Edmar Lisboa; RESENDE, André Lara. *Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the case of Brazil*. Rio de Janeiro: IEPE/CdG, Texto para Discussão n.2, 2003, publicado em F. Giavazzi, I. Goldfajn e S. Herrera (orgs.), *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*. Cambridge, MA: MIT Press, maio 2005.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 1999.

BACHA, Edmar Lisboa. *Incerteza Jurisdicional e Crédito de Longo Prazo*. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças, 2004.

BARBOSA, Fabio Colletti. *O lucro é verde*. Veja. Edição nº2004, São Paulo, abril de 2007.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *Sociedade Anônima Atual: comentários e anotações às inovações trazidas pela Lei nº 10.303/01 ao texto da Lei nº 6.40/76*. São Paulo: Atlas, 2004.

BARROS, José Roberto Mendonça; SCHEIKMAN, José Alexandre; CANTIDIANO, Luiz Leonardo; GOLDENSTEIN, Lídia; SILVA, Tereza Maria F. D. da; CARVALHO, Antonio G. *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro. Estudo para o desenvolvimento do mercado de capitais*. São Paulo: BOVEPA, junho de 2000.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada. Os economistas*. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BITTAR, Carlos Alberto. *Responsabilidade civil: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. *Níveis diferenciados de governança corporativa*. 2002. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e alterações posteriores. Dispõe sobre as sociedades por ações.

BULGARELLI, Waldirio. *Sociedades comerciais*. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 1985.

_____ *Manual das sociedades anônimas*. 9ª edição. São Paulo: Atlas, 1997.

_____ *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A de acordo com a reforma da lei nº 6.404/76*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

_____ *Maior participação de minoritários condiz com realidade do mercado*. Jornal Valor Econômico. São Paulo, 15/02/07.

CARVALHOSA, Modesto; LATORRACA, Nilton. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 2ª edição. São Paulo: Saraiva, 1998. Volumes 2 e 3.

COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macroempresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

_____ *Competência privativa do conselho de administração para a designação de diretores, em companhia aberta. Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CORREIA, Luís Brito. *Os administradores de sociedades anônimas*. Portugal,

Coimbra: Livraria Almedina, 1993.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Junho, 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993.

FRANCO, Alberto Silva et. al. *Código penal e sua interpretação jurisprudencial*. 3ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1990.

FURTADO, Celso. *Desenvolvimento e subdesenvolvimento, in Cinquenta anos de pensamento na CEPAL*. Rio de Janeiro: Record, 2000.

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Harbra, 1997.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº42, 1981.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>.

IFC – International Finance Corporation; OECD – Organization for Economic Cooperation and Development. *Estudos de caso de boa Governança Corporativa – Círculo de Companhias da Mesa-Redonda de Governança Corporativa da América Latina*. 2005. Disponível em <<http://www.ifc.org/corporategovernance>>.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. *Manual de*

contabilidade das sociedades por ações. FIPECAFI. 6ª edição. São Paulo: Atlas, 2003.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Governança corporativa*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. Volume II. Pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1980.

_____ *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

LODI, João Bosco. *Governança corporativa: o governo da empresa e o Conselho de Administração*. Rio de Janeiro: Pioneira, 1988.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

MCKINSEY & COMPANY. *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*. 2002. Disponível em <<http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf>>.

MCKINSEY & COMPANY; KORN FERRY INTERNACIONAL. 2001. *Panorama de governança corporativa no Brasil*. 2001. Disponível em <http://www.kornferry.com.br/site/PDF/KF_McK_governan.pdf>.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Os avanços do Governo Lula. O Brasil está crescendo*.

Consolidando a agenda para o crescimento. Estudo realizado em junho 2004.

OECD – Organization for Economic Co-operation and Development. *Os princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades.* 2004. Disponível em < <http://www.oecd.org/dataoecd/1/42/33931148.pdf>>.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de capital das sociedades anônimas.* São Paulo: Saraiva, 1998.

PINHEIRO, Armando Castelar. *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: em direção a uma agenda de reformas.* Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças, 2004.

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. *Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção de integração entre as dimensões competitivas e financeiras. Texto para discussão.* IE/UNICAMP, n° 77. Campinas, 1999.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial.* 15ª edição. São Paulo: Saraiva, 1985.

_____ *Aspectos modernos de direito comercial: estudos e pareceres.* São Paulo: Saraiva, 1980.

RIBEIRO NETO, Rubens Martinez; FAMÁ, Rubens. *A importância da Governança Corporativa na gestão das empresas – O caso do Grupo Orsa.* São Paulo: Estudo de Caso. Finanças, 2003.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa – fundamento, desenvolvimento e tendências.* São Paulo: Atlas, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.* Dissertação de Mestrado apresentada na FEA-USP. São Paulo, 2002.

SIMÕES, Paulo César Gonçalves. *A Governança Corporativa e o Mecanismo do Tag Along*. Jornal Valor Econômico. São Paulo, 2002.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. *Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas*. São Paulo: Atlas, 2005.

STEINBERG, Herbert. *A dimensão humana da governança corporativa : pessoas criam as melhores e as piores práticas*. 2ª edição. São Paulo: Gente, 2003.

TEIXEIRA, Nilson. *Avanços e desafios na reforma do mercado brasileiro de capitais*. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças, 2004.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na sociedade anônima: estrutura, funções, poderes e responsabilidade dos administradores*. São Paulo: Atlas, 1999.

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE. *Apresentação de trabalhos acadêmicos: guia para alunos da Universidade Mackenzie*. 3ª edição. São Paulo: Editora Mackenzie, 2004.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. *Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro.*, v. 11, n. 22, Rio de Janeiro: Revista do BNDES, 2004.