

INSAPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA

L.L.M. DIREITO SOCIETÁRIO - TURMA VIII

JULIENE PINIANO

**A INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
E AS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA - UMA ANÁLISE CRÍTICA**

**São Paulo
2011**

Juliene Piniano

A Independência do Conselho de Administração e as Melhores Práticas de Governança Corporativa - Uma Análise Crítica

Monografia apresentada ao Programa de LLM - Master of Laws em Direito Societário do Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Pós Graduação "*Lato Sensu*" em Direito Societário.
Orientador: Prof. André Antunes Soares de Camargo – Insper

**São Paulo
2011**

À minha família, razão da minha existência.

À minha mãe, Cássia e minha avó, Helena, pelo carinho e apoio incondicionais.

Ao meu amor, Paulo, pela compreensão e paciência.

Ao meu sobrinho e afilhado, Pedro Henrique, por iluminar meus dias com seu sorriso.

Ao meu pai, que me ilumina e guia sempre, onde quer que ele esteja.

ÍNDICE

Lista de abreviaturas.....	06
Lista de Tabelas.....	07
Introdução.....	08
CAPÍTULO 1 - O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA LEI 6.404/1076.....	14
1.1. Estruturação dos órgãos da administração da companhia - O sistema dual adotado pela Legislação Brasileira.....	14
1.2. O Conselho de Administração.....	16
1.2.1. Composição e Funcionamento.....	16
1.2.1.1. Forma de deliberação.....	16
1.2.1.2. Eleição e Destituição.....	18
1.2.2. Atribuições.....	22
1.3. Independência dos Administradores.....	25
1.3.1 Conceito e aplicabilidade.....	25
1.3.2. Independência Legal X Conselheiro Independente.....	28
1.3.3. Deveres e Responsabilidade dos Administradores.....	30
1.3.3.1. Dever de Diligência.....	32
1.3.3.2. Dever de das cumprimento às finalidades das atribuições do cargo.....	35
1.3.3.3 Dever de lealdade.....	37
1.3.3.4. Deveres próprios sobre conflito de interesses.....	38
1.3.3.5. Dever de Sigilo.....	39
1.3.3.6. Dever de Informar.....	40
1.3.3.7. Dever geral de vigilância.....	40
CAPÍTULO 2 - PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA COM FOCO NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO - ANÁLISE DOS CENÁRIOS BRASILEIRO, AMERICANO E BRITÂNICO.....	44
2.1. Breve histórico sobre Governança Corporativa.....	44
2.2. Orientações sobre as melhores práticas para Conselho de Administração no Brasil.....	48
2.2.1. Importância da análise sobre as orientações aplicáveis ao Conselho de Administração.....	48
2.2.2. Principais recomendações aplicadas ao Conselho de Administração no Brasil.....	49
a) Função e responsabilidade do Conselho de Administração segundo as melhores práticas de Governança Corporativa.....	49

b) Composição do Conselho de Administração e qualificação de seus membros.....	51
c) Conselheiros independentes, externos e internos.....	54
2.3. Direito Comparado - <i>Corporate Governance</i> nos Estados Unidos e Europa.....	57
2.3.1. Governança Corporativa no Reino Unido e conselheiro independente.....	58
2.3.2. Governança Corporativa nos Estados Unidos e conselheiro independente.....	62
2.3.3. Análise de caso - Definição de “Independence” e seus impactos no papel exercido pelos conselheiros segundo os Tribunais de Delaware.....	66
2.3.3.1. Definição de “ <i>Independence</i> ”: casos envolvendo <i>Oracle Corporation</i> e <i>Martha Stewart Living Omnimedia, Inc.</i>	67
2.3.3.2. “ <i>Acting Independently</i> ”: caso envolvendo <i>The Walt Disney Company</i>	69
CAPÍTULO 3 - ORIENTAÇÃO DE VOTO A CONSELHEIRO POR ACORDO DE ACIONISTAS X ATUAÇÃO INDEPENDENTE DOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	71
3.1. Acordo de Acionistas - aspectos gerais.....	71
3.1.2. Vinculação dos Administradores da Companhia aos termos dos Acordos de Acionista.....	74
3.1.2.1. Posicionamento favorável a vinculação	76
3.1.2.2. Posicionamento desfavorável a vinculação.....	79
3.1.2.3. Posicionamento do IBGC.....	81
CAPÍTULO 4 - CONSELHEIRO INDEPENDENTE E GOVERNANÇA CORPORATIVA: EFICÁCIA DA PRESENÇA DE MEMBROS INDEPENDENTES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	86
4.1. Direito comparado: <i>Director Independence</i> nos Estados Unidos	86
4.2. Conselheiro independente no Brasil.....	92
4.2.1. Estrutura acionária das companhias abertas brasileiras e sua relação com a composição do Conselho de Administração.....	93
4.2.2. Dados empíricos sobre conselheiro independente no Brasil	97
4.2.3. Eficácia da Presença do Conselheiro Independente nas companhias brasileiras.....	101
CONCLUSÕES.....	109
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	115

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR - *American Depositary Receipts*

Art. - Artigo

BM&FBOVESPA - BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

CEO - *Chief Executive Officer*

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

CMN - Conselho Monetário Nacional

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

ICGN - *International Corporate Government Network*

LSA - Lei das Sociedades Anônimas - Lei 6.404, de 15 de Dezembro de 1976

NASDAQ - *Nasdaq Stock Market Inc.*

NYSE - *New York Stock Exchange*

OECD - *Organization for Economic Cooperation and Development*

SEC - *Securities and Exchange Commission*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Tamanho do Conselho de Administração.....	98
Tabela 2 - Distribuição do Conselho de Administração por quantidade de membros de acordo com a pesquisa realizada por Sandra Guerra.....	98
Tabela 3 - Proporção de Conselheiros Independentes presentes na amostra colhida por Bernard Black, Antônio Gledson De Carvalho e Érica Gorga	99
Tabela 4 - Frequência e distribuição de membros do conselho de acordo com tipos agrupados.....	99
Tabela 5 - Quem o conselheiro independente representa.....	100
Tabela 6 - Características e Especialidades dos Conselheiros.....	105

INTRODUÇÃO AO TEMA

Segundo entendimento do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC¹, Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre seus acionistas, conselho de administração, diretoria e demais órgãos de controle da Companhia como forma de trazer transparência e efetividade aos processos de gestão, evitando, assim os chamados conflitos de agência.

As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando, com isso, o acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

Adotando práticas de governança corporativa, as companhias buscam como resultados aumentar a qualidade das informações para seus investidores por meio de elaboração de relatórios anuais e auditorias externas, diminuindo com isso o custo de captação do capital e dificultando a ocorrência de fraudes contábeis. Desta forma, se faz possível reduzir situações de abuso de poder e permitir a adequada disseminação das informações da companhia para com o mercado, atraindo assim investidores e agregando valor a suas ações.

Um bom exemplo de boas práticas de governança corporativa e que será detalhadamente estudado ao longo do presente trabalho é a utilização da figura do conselheiro independente que se tornou, na visão de muitos, prática indispensável e fundamental na adoção das melhores práticas de governança corporativa nas companhias.

Conforme observa Alexandre Di Micieli²:

A figura do conselheiro independente se tornou peça fundamental do movimento em prol das melhores práticas de governança corporativa. Segundo praticamente todos os códigos de governança, os independentes induziriam os conselhos de administração a tomarem decisões melhores, promovendo a preservação do patrimônio e a criação de valor para todos os acionistas.

¹ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC. Fonte :<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodigoSecao=17>. Acesso em 24 de março de 2010.

² SILVEIRA, Alexandre Di Micieli. Em Busca do Conselheiro Efetivo. **Revista Capital Aberto**. São Paulo. Ano 6. No. 70. pág. 62 a 63. Junho 2009.

De acordo com o IBGC³, no Brasil, os conselheiros profissionais e independentes surgiram em resposta ao movimento pelas boas práticas de governança corporativa e pela necessidade das empresas de profissionalizarem seu corpo executivo, visando tornarem-se mais atraentes para o mercado globalizado, extremamente competitivo.

O fenômeno citado acima, acelerado pelo processo de globalização e pelo crescimento do mercado brasileiro nas últimas duas décadas tem sido um tema constante nas discussões envolvendo melhores práticas de governança no Brasil e no mundo.

Contudo, as recentes crises econômicas que afetaram principalmente os mercados Norte Americano e Europeu nos anos de 2002 e 2008⁴, trouxeram à baila, entre outros temas, a questão sobre qual seria o papel dos administradores, especialmente do Conselho de Administração diante deste mais adverso cenário e qual seria a responsabilidade deles na análise e prevenção dos riscos envolvidos nos negócios das Companhias, questionando-se então o modelo de gestão e governança atuais.

Conforme observam Bernard Black e Sanjai Bhagat⁵, os Conselhos de Administração nas empresas de capital aberto americanas, são dominados por conselheiros independentes. A maioria dos investidores que atuam nesse mercado acredita que monitorar as decisões de gestão da Companhia por meio de conselheiros independentes é um importante componente de boas práticas de governança corporativa.

Tal entendimento se justifica pelo fato de os interesses dos conselheiros independentes serem alheios aos interesses dos executivos da companhia, viabilizando, com isso, a tomada de decisões inteiramente em benefício da companhia como um todo.

³ IBGC, cit., <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=20>. Acesso em 24 de março de 2010.

⁴ Em 2002, estouraram os escândalos corporativos advindos das fraudes contábeis apuradas em grandes companhias americanas, tais como Enron e WorldCom.

Já a crise econômica de 2008-2009 é um desdobramento da crise financeira internacional desencadeada pela falência do tradicional banco de investimento Lehman Brothers. Em efeito cascata, outras grandes instituições financeiras quebraram, no processo que ficou conhecido no mercado como "crise dos subprimes".

As mais importantes instituições financeiras do mundo, Citigroup e Merrill Lynch, nos Estados Unidos; Northern Rock, no Reino Unido; Swiss Re e UBS, na Suíça; Société Générale, na França declararam perdas significativas em seus balanços, o que agravou ainda mais o clima de desconfiança generalizado no mercado mundial, gerando também efeitos no Brasil.

⁵ BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard. The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law* 231-274, 2001. Disponível em http://ssrn.com/abstract_id=133808. Acesso em 17 de fevereiro de 2010.

Isso se deve ao fato de que naquele mercado, o capital das companhias é disperso, quase inexistindo a figura do acionista controlador. Logo, os investidores e acionistas sentem necessidade de um controle maior na gestão da empresa, buscando na independência dos conselheiros uma forma de encontrar equidade nas decisões.

Já o Brasil, como muitos países de economia emergente, possui grande parte do controle de suas empresas privadas e públicas nas mãos de um controlador ou grupo de controle. Conforme constatado por Erica Gorga, Antonio Gledson de Carvalho e Bernard Black⁶, possuir um Conselho de Administração desvinculado do grupo de controle ainda é um fenômeno raro na maioria das grandes empresas brasileiras.

Ainda, segundo constataram os mesmos autores, grande parte dos Conselhos de Administração, tanto nas empresas de capital fechado quanto nas empresas de capital aberto no Brasil, ainda são compostos predominantemente de membros representantes dos grupos de controle, e poucos possuem conselheiros independentes.

No ambiente corporativo brasileiro, onde a maioria das companhias possui estrutura de propriedade concentrada, não é raro vermos conselhos de administração formados, majoritariamente, por conselheiros eleitos pelos controladores ou que fazem parte da diretoria executiva, indo, portanto, na mão inversa das orientações de melhores práticas de governança solidificadas no Brasil e no mundo.

Tal fato, em teoria, pode ser prejudicial para a atuação desses órgãos de gestão, uma vez que, em situação de conflito de interesses, esses profissionais poderiam tomar decisões favoráveis àqueles que os indicaram, e não, necessariamente, as melhores decisões para a companhia, seus acionistas e *stakeholders*⁷.

⁶ BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antônio Gledson; GORGA, Érica Cristina Rocha. An Overview of Brazilian Corporate Governance. University of Texas Law School Law and Economics Research Paper No. 109. 2008. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1003059>. Acesso em 06 de fevereiro de 2010.

⁷ Segundo definição do Dicionário de Negócios (tradução livre formulada pela autora): Pessoa, grupo ou organização que possui interesse direto ou indireto em uma determinada organização porque tal pessoa, grupo ou organização interessada pode ser afetada pelas ações, metas e políticas dessa organização. “Stakeholders-chave” em uma organização incluem credores, clientes, administradores, empregados, governo, acionistas, fornecedores, sindicatos, e a comunidade na qual o negócio é realizado e de onde a organização tira seus recursos. Disponível em <http://www.businessdictionary.com/definition/stakeholder.html>. Acesso em 28 de Dezembro de 2010.

Entretanto, conforme bem observou Alexandre Di Micieli⁸, mesmo as companhias com um número razoável de conselheiros independentes, têm enfrentado diversos problemas corporativos, o que demonstra que nem sempre a mera presença dos conselheiros independentes constitui certeza de boas decisões na alta gestão.

Isto se deve também ao fato de que muitas das companhias ao adotarem a prática de incluir conselheiros independentes no seu quadro de gestão, não procuram que esses profissionais sejam efetivos, isto é, capazes de produzir real impacto qualitativo nas decisões de gestão. Em outras palavras, não basta apenas ser independente para que o conselheiro produza o efeito de governança desejado.

Essa característica peculiar do mercado brasileiro traz à mente uma questão central sobre as boas práticas de governança adotadas no Brasil tendo como referência o mercado globalizado: quão universal essas práticas devem ser?

Uma recomendação de governança deve servir para todos os sistemas jurídicos ou devem ser adaptadas de acordo com as características individuais de cada país? Quais os benefícios que os conselheiros independentes podem trazer na gestão das companhias que possuem capital concentrado? Como as orientações de boa governança relacionadas ao conselheiro independente podem ser utilizadas de forma efetiva no mercado de capitais brasileiro, que se encontra em franco processo de evolução?

Em contrapartida, em um mercado como o Norte Americano, onde a maioria das companhias possui capital disperso, o conselheiro independente traria a necessária equidade às decisões da Companhia agregando valor, ou estaria demasiadamente distante dos negócios da empresa, sendo incapaz de prever corretamente os riscos que suas decisões poderiam trazer ao futuro da companhia e de seus *stakeholders*?

A realidade brasileira demonstra que há um vasto campo para o desenvolvimento dos preceitos de governança corporativa e a discussão sobre os temas que a permeiam, tal como a independência dos membros do conselho de administração, principalmente diante da

⁸ SILVEIRA. Alexandre Di Miceli. Em Busca do Conselheiro Efetivo. cit. p. 62.

experiência dos países que possuem práticas sólidas, é de suma importância para o desenvolvimento do direito pátrio.

Contudo, mesmo diante da importância e atualidade desse assunto, poucos estudos relacionados ao tema “independência do conselho de administração” foram realizados no Brasil, e, dentre os escassos estudos realizados, a sua maioria foi feita na área de administração de empresas e não jurídica, razão pela qual a curiosidade acadêmica da autora fez com que selecionasse o presente tema como objeto deste trabalho.

Desta forma, o presente trabalho tem o objetivo de analisar as questões expostas acima de forma crítica, fazendo uma análise paralela entre as práticas de governança corporativa dos mercados desenvolvidos e a brasileira, visando com isso trazer à discussão a questão da independência dos membros do Conselho de Administração como boa prática de governança, e quais os reais resultados trazidos com a adoção dessa prática nas companhias, considerando o cenário do mercado brasileiro.

O trabalho também irá abordar questões sobre as responsabilidades do Conselho de Administração na condução dos negócios da companhia, analisando os conceitos de independência legal dos administradores e conselheiro independente segundo os termos de melhores práticas de governança, fazendo uma análise comparativa entre esses conceitos, avaliando assim seus impactos nas decisões societárias e suas conseqüências para a responsabilização dos administradores.

Importante ressaltar que em razão da natureza do tema escolhido e da escassez de material publicado no Brasil sobre o tema, o trabalho demandou pesquisas em fontes não jurídicas brasileiras e estrangeiras. Sendo assim, diversas referências bibliográficas que foram utilizadas ao longo do presente trabalho, foram mantidas em seu vernáculo original precedidas de explicações realizadas pela autora, sendo certo que, em alguns casos, a autora entendeu por bem realizar a tradução livre dos conceitos estudados para facilitar a compreensão e dar destaque ao assunto abordado.

A presente monografia terá como base a análise de dados das empresas com ações listadas em bolsa de valores no Brasil bem como as empresas públicas nos Estados Unidos.

Não será foco do presente trabalho abordar as práticas de governança das empresas de capital fechado, tampouco efetuar pesquisas empíricas sobre o tema.

Os dados empíricos utilizados no presente trabalho resultam de consulta a pesquisas acadêmicas que abordam o tema. As consultas servirão como base para interpretar e correlacionar os resultados obtidos em pesquisas quantitativas e qualitativas feitas por terceiros, tais dados serão utilizados para ilustrar as conclusões do trabalho.

Também vale ressaltar que não se pretende no presente trabalho fazer uma análise ou estudo comparado profundo entre os sistemas de governança do Brasil, Estados Unidos e Reino Unido, mas apenas trazer ao leitor uma breve introdução sobre as recomendações de governança presentes nesses locais, em especial as relacionadas ao Conselho de Administração e sua independência, como forma de buscar maior compreensão conceitual do tema.

O trabalho será estruturado em quatro capítulos. O primeiro capítulo abordará de forma sumária os principais fundamentos teóricos e legais envolvendo o conselho de administração, bem como os conceitos de independência legal e responsabilidade, visando proporcionar ao leitor uma visão teórica abrangente sobre o tema.

O segundo capítulo fará um estudo sobre as recomendações de governança corporativa relacionadas ao conselho de administração e ao conceito de conselheiro independente, fazendo uma análise comparativa entre o sistema brasileiro, americano e britânico, bem como ilustrará a discussão com estudos de casos.

O terceiro capítulo discutirá a polêmica sobre a vinculação dos votos dos conselheiros às determinações dos acordos de acionistas, analisando o impacto dessa determinação legal na atuação independente dos membros do conselho de administração e eventual responsabilização que pode advir dessa conduta.

O quarto capítulo analisará a questão da eficácia da presença do conselheiro independente no conselho de administração, mediante a análise dos resultados obtidos por meio de estudos empíricos realizados no Brasil e no exterior, ilustrando assim as conclusões finais do trabalho.

1. O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA LEI 6.404/1976

1.1. Estruturação dos órgãos da administração da companhia - O sistema dual adotado pela Legislação Brasileira

Para que a companhia alcance sua finalidade e realize seu objeto social, auferindo lucro, necessário se faz que a sociedade organize seus órgãos de administração em uma estrutura administrativa adequada para atender suas finalidades.

Administrar a companhia significa dirigir e governar a organização criada pelo estatuto social, obedecendo a estrutura e forma previstas por este instrumento. Segundo Luciano de Souza Leão Junior⁹, administração da companhia representa também “a parte da estrutura da companhia com essa função, que compreende, internamente, direção das atividades da empresa e exercício do poder hierárquico sobre os empregados e, externamente, representação da companhia perante terceiros”.

Contudo, importante notar que os sistemas de estruturação dos órgãos de administração de diferentes países resultam de opção legislativa, sendo certo que, hodiernamente, podemos identificar e reconhecer a existência de dois grandes sistemas de estruturação da administração das companhias: o sistema monista ou unitário e o sistema dualista, ou dual. O primeiro caracteriza-se por concentrar a administração da companhia em apenas um órgão, o segundo, caracteriza-se por prever o exercício da administração por dois órgãos distintos.

Conforme ressalta Marcelo Von Adamek¹⁰, o sistema monista, tradicionalmente adotado na França, prevê que a companhia seja administrada apenas pela Diretoria. O sistema dualista, introduzido pela *Novelle zum Aktienrecht* de 1884, que modificou o Código Comercial Alemão, caracteriza-se por prever a existência de dois órgãos distintos de administração, a Diretoria (*Vorstand*) e o Conselho de Supervisão (*Aufsichtsrat*). Ainda, comenta o mesmo autor sobre o sistema dualista que:

⁹ LEÃO Jr., Luciano de Souza. Conselho de Administração e Diretoria. in: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões -coord. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009.2v. Cap III. p. 1029.

¹⁰ VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva; 2009. p.17.

Essa forma de estruturação da administração foi concebida para eliminar as deficiências verificadas no sistema monista: buscou, sobretudo, compensar, de um lado, a inércia do conselho de administração - que no sistema monista, muito raramente exerce papel ativo na condução da empresa - e, de outro, procurou aumentar o controle dos acionistas sobre a administração cotidiana, exercida pelo diretor-geral.¹¹

Tem-se então, que o sistema dualista objetiva segregar as atividades de gestão da companhia, separando o órgão da administração responsável pela execução direta das atividades diárias, do órgão da administração responsável pela orientação geral dos negócios da companhia e atividades de supervisão, favorecendo com isso o maior controle da administração da companhia por parte dos sócios.

No Brasil, o Decreto Lei 2.627 de 26 de Setembro de 1940¹², adotava expressamente o sistema monista, estabelecendo que a administração da companhia competia apenas a diretoria. Sobre esse sistema legal, Marcelo Von Adamek¹³ acrescenta que “a rejeição do sistema dual pela antiga lei acionária, explica-se em grande parte pela expressa antipatia nutrida por Trajano de Miranda Valverde, aos conselhos de administração.”

Atualmente, a vigente LSA, adotou o sistema dualista, estabelecendo, em seu artigo 138, que a administração da companhia compete à diretoria, órgão obrigatório, e ao conselho de administração, sendo certo que o segundo torna-se obrigatório apenas nas companhias abertas e nas de capital autorizado e economia mista, por possibilitar a fiscalização da administração da companhia por seus investidores, sendo então, órgão importante para a implantação das normas de governança corporativa¹⁴.

¹¹ VON ADAMEK, Marcelo Vieira. opt. cit. p.18.

¹² BRASIL. Decreto Lei 2.627 de 26 de Setembro de 1940. Disponível em www.planalto.gov.br. Acesso em 10 de janeiro de 2010.

¹³ Segundo ressalta Marcelo Von Adamek, opt.cit. p. 19, Trajano de Miranda Valverde um dos co-autores do projeto da Lei 2.627, afirmou em sua obra *Sociedade por Ações* que “o sistema monista é, fora de dúvida e sobre todos os pontos de vista, superior ao sistema administrativo das sociedades anônima estrangeiras, cujos Conselhos de Administração, compostos de dezenas de pessoas que não trabalham, na maioria incompetentes, mas que recebem grandes percentagens sobre os lucros sociais, constituem, na opinião hoje generalizada, o cancro das sociedades anônimas.”

¹⁴ Corroborando com este entendimento, Rafael Santos, Alexandre Di Micieli e Lucas Ayres: “The board of directors is one of the main internal corporate governance mechanisms due to its roles of monitoring managers, ratifying relevant decisions, and setting the company’s strategic guidelines. Virtually all corporate governance codes of best practices highlight the importance of independent board members and the separation between CEO and chairman positions in order to ensure unbiased and impartial decisions (e.g. OECD, 1998).” SANTOS, Rafael Liza; DA SILVEIRA, Alexandre Di Micieli; BARROS, Lucas Ayres B. Board Interlocking in Brazil:

Ainda, segundo ensina Modesto Carvalhosa¹⁵

Nas companhias abertas, a obrigatoriedade do Conselho de Administração fundamenta-se formalmente na necessidade de conciliar os interesses dos acionistas controladores e daqueles que compõem a comunidade minoritária de investidores no mercado. Também pela escala que pressupõe tenha uma companhia aberta, impõem-se a especialização e profissionalização da diretoria, donde caber melhor aos controladores atuação no Conselho de Administração, juntamente com representantes dos minoritários, deixando aos profissionais de administração empresarial as funções executivas na condução da companhia.

Sendo órgão obrigatório nas companhias de capital aberto brasileiras, o Conselho de Administração será detalhadamente estudado no presente capítulo e a independência de seus membros como boa prática de governança corporativa, objeto da discussão do presente trabalho.

1.2. O Conselho de Administração

1.2.1. Composição e Funcionamento

1.2.1.1. Forma de deliberação

O Conselho de Administração, sua composição, funcionamento e atribuições, são regulamentados pelos artigos 140 a 142 da LSA.

É por definição legal¹⁶, órgão de deliberação colegiada, cujos objetivos principais são orientação da gestão da companhia e fiscalização das atividades diretoria.

Importante notar que essa competência fiscalizatória não se confunde com a atuação do conselho fiscal, que segundo Paulo Fernando Campos Salles¹⁷ “a função direciona-se à

Directors' participation in multiple companies and its effect on firm value. CEG (Center for Corporate Governance Research) Working Paper Series 003/2009, p.3.

¹⁵ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. São Paulo. Saraiva, 2009, v.3, p. 7.

¹⁶ Artigo 138, §1º da Lei 6404 de 15 de Dezembro de 1976.

formulação de pareceres e à provocação da atuação dos outros órgãos, ao passo que o conselho de administração, exerce funções deliberativas e de cunho administrativo, podendo, além disso, impor sanções, o que não é possível ao conselho fiscal.”

Não possui, portanto, poder de representação externa da companhia perante terceiros, função essa privativa da diretoria, contudo, segundo anota Marcelo Von Adamek¹⁸ “(...) mas nem por isso os conselheiros forram-se de responsabilidade perante os acionistas ou terceiros, na medida em que da sua atuação ou inação podem resultar prejuízos externos à companhia.”

Ainda, comparando a natureza das deliberações do Conselho de Administração com as da Diretoria, Nelson Eizirik¹⁹ comenta que

A deliberação do conselho de administração é toda decisão ou resolução por ele adotada, mediante prévia discussão e votação majoritária; trata-se, portanto, de uma resolução de ordem plural, diversamente do que ocorre com a diretoria, em que as decisões, de natureza executiva, são, em regra, singulares de cada um dos diretores.

Sendo assim, conforme anota Valdeci Lucena²⁰ a decisão tomada por maioria vincula todos os membros do Conselho, mesmo que dissidentes ou ausentes, pois a lei não confere aos membros do conselho de administração competência de atuação individual.

No mesmo sentido, conforme observa Marcelo Von Adamek²¹

A LSA não prevê competência individual para os membros do conselho de administração, mas pressupõe, e previu, deveres próprios de sua atuação isolada. O exemplo talvez mais evidente patenteia-se no dever geral de fiscalização (pautado no *standard* legal de diligencia) que cabe a cada um dos conselheiros e de cujo descumprimento resulta a responsabilidade solidária (LSA art. 158§ 1º).

Seguindo o mesmo raciocínio, conclui Modesto Carvalhosa²², que “(...) os membros do Conselho não têm competência individual nem deliberam isoladamente, embora lhes caiba

¹⁷ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. São Paulo, Atlas, 1999. 2a ed. p. 38 e 39.

¹⁸ VON ADAMEK, Marcelo. opt. cit. p. 22.

¹⁹ EIZIRIK, Nelson. Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro. Renovar, 2005. p.58.

²⁰ LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas - Comentários a Lei. Rio de Janeiro: Renovar; 2009. 2v. p. 282.

²¹ VON ADAMEK, Marcelo. opt. cit. p.22.

de modo geral o poder de diligência junto aos diretores sobre assuntos de competência desse órgão.”

Logo, temos que os membros do Conselho de Administração não possuem competência individual de deliberação, em razão da natureza colegial desse órgão, contudo, a competência fiscalizatória dos membros do Conselho de Administração é exercida individualmente, trazendo com isso responsabilidades a cada um dos conselheiros, conforme será abordado de forma mais completa no decorrer do presente trabalho.

Ainda, no que tange a forma de seu funcionamento, como órgão colegiado, suas reuniões pressupõem prévia convocação, *quórum* de instalação e de deliberação, sendo as decisões tomadas por maioria de votos na forma do artigo 140 da LSA. Assim, as deliberações tomadas em reunião são lavradas em livro de atas próprio, conforme determina o artigo 100, inciso VI da LSA, onde deverão ser registradas as deliberações tomadas e os votos divergentes.

Caso as deliberações tomadas possam produzir efeitos para terceiros, como por exemplo, eleição de diretoria, as atas deverão ser arquivadas no Registro de Comércio do local da sede da companhia, conforme determina o §1º do artigo 142 da LSA, e publicadas pela imprensa na forma do artigo 289 da mesma Lei.

1.2.1.2. Eleição e Destituição

Conforme prevê a LSA em seu artigo 140, os membros do Conselho de Administração, em número mínimo de 03 (três), são designados conselheiros e são eleitos pela Assembléia Geral Ordinária da Companhia podendo por ela ser destituídos a qualquer tempo. Seu mandato é de no máximo 03 (três) anos, podendo ser reeleito por igual período.

²² CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v.3, p. 11.

A LSA não veda expressamente que haja conselheiros eleitos com diferentes prazos de gestão, ou com escalonamento de início e término de seus mandatos e renovação parcial do Conselho em cada Assembléia²³.

Importante notar que o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, publicado pelo IBGC em 2009 em seu Capítulo 2 - Conselho de Administração, recomenda que o prazo do mandato do conselheiro não deve ser superior a 2 (dois) anos e que o Conselho de Administração deverá ser composto de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) membros.

Quanto à reeleição, o IBGC recomenda que a renovação de mandato de um conselheiro deve levar em consideração os resultados da avaliação anual e que os critérios para a renovação devem estar expressos no Estatuto Social da companhia ou no Regimento Interno do Conselho. As especificidades das recomendações do IBGC quanto ao Conselho de Administração serão analisadas com mais detalhe no Capítulo 2.

Em que pese a LSA determinar o número mínimo de conselheiros, não define o número máximo, devendo este ser determinado no Estatuto Social da Companhia.

A LSA, também determina em seu artigo 146 que os conselheiros sejam acionistas da Companhia, devendo manter essa característica até o final do mandato.

Conforme observa Luciano de Souza Leão Jr.²⁴ “a transferência de ações para habilitar o candidato ao Conselho frequentemente é feita sob a forma de alienação resolúvel da propriedade, que se resolve quando o comprador deixa de ser membro do Conselho”.

Com relação à forma de eleição, anota Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto²⁵, como regra geral, os conselheiros são eleitos por maioria absoluta de votos em assembléia geral ordinária, sendo a eleição de seus membros sempre individual.

²³ Ainda, segundo observa Luciano de Souza Leão Jr (opt. cit. p.1043), a estipulação desses prazos no Estatuto Social é incompatível com o processo de eleição dos membros do Conselho de Administração por meio de voto múltiplo, cujo preenchimento dos cargos se dá em função, exclusivamente, da quantidade de votos recebidos pelos candidatos em uma única votação.

²⁴ LEÃO Jr., Luciano de Souza. Conselho de Administração e Diretoria. in: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões -coord. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009.2v. Cap III. p. 1033.

Importante notar que o artigo 141 da LSA, prevê que os conselheiros poderão ser eleitos por voto múltiplo²⁶, se tal procedimento for devidamente requerido²⁷ por acionistas que representem 10% (dez por cento) ou mais do capital social votante, visando com isso possibilitar maior representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, ainda, acrescenta Modesto Carvalhosa²⁸ que

(...) O objetivo que se busca alcançar com o voto múltiplo é a representação de titulares de no mínimo, 10% das ações votantes no Conselho de Administração. (...) Atua como método para concentrar votos, a fim de matematicamente possibilitar a representação dessa minoria significativa no Conselho de Administração. Assegura, portanto, a representação de outros interesses, que não os dos controladores, no Conselho de Administração, visando sempre fazer prevalecer o interesse social.”

Característica peculiar da eleição de membros do Conselho pela forma de voto múltiplo é que, diferentemente do que ocorre com conselheiros eleitos por maioria de votos na Assembléia Geral, os conselheiros eleitos por voto múltiplo, poderão ser destituídos por deliberação da Assembléia Geral, sendo certo que nesse caso, a destituição de um conselheiro implica na destituição de todos os demais, segundo determinação expressa do parágrafo terceiro do artigo 141 da LSA.

Comentando tal matéria, observa Modesto Carvalhosa²⁹

Perderão os demais conselheiros o seu mandato no mesmo ato de destituição do companheiro, não podendo, em consequência, deliberar a partir daí sobre qualquer matéria de competência desse órgão. Isso porque o fundamento da norma é exatamente impedir que a Assembléia Geral, pelo voto dos controladores, obstrua,

²⁵ LAZZARESCHI Neto, Alfredo Sérgio, Lei das Sociedades por Ações anotada. São Paulo. Saraiva, 2008. p. 362.

²⁶ Segundo explica Modesto Carvalhosa (opt. cit. v.3, p.115): “O voto múltiplo é o processo pelo qual se dá a cada acionista um total de votos correspondentes ao número de suas ações votantes, multiplicado pelo número de cargos do Conselho de Administração.”

²⁷ Ainda, segundo pondera Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto (opt. cit. p.367) “Requerida a adoção do voto múltiplo, o processo será aplicado a todos os acionistas presentes, e não apenas aqueles que o requereram. Uma vez exercida pelo acionista a faculdade de requerer a adoção do processo de voto múltiplo, estará ele obrigado a exercê-la efetivamente, não podendo, pois, voltar atrás. (...) Mas se o acionista que requereu a adoção do processo não comparecer à assembléia, poderão os presentes, por maioria, dispensar o voto múltiplo. O exercício dessa faculdade é eficaz no momento em que chega ao conhecimento da companhia, não necessitando aceitação.”

²⁸ CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v. 3. p.115

²⁹ CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v. 3. p. 118.

invalide, mediante a destituição dos representantes dos minoritários, a representação proporcional obtida pelo regime do voto múltiplo.

Esse também é o entendimento da jurisprudência (grifo nosso):

Sociedade Anônima. Conselho de Administração. Assembléia Geral Extraordinária convocada para deliberar sobre a destituição de dois conselheiros e eventual eleição de outros dois em lugar dos destituídos. Voto múltiplo. Possibilidade. Consequente destituição dos demais conselheiros e eleição dos novos. Presidência do Conselho de Administração. Eleição pelos seus próprios membros, se o contrario não dispuser o estatuto social da companhia. Destituição do presidente do Conselho de Administração, sob a justificativa de deliberação da Assembléia Geral de ajuizar ação de responsabilidade contra ele. Matéria que não estava incluída na ordem do dia do edital de convocação, impossibilitando defesa. Razões invocadas que não guardam pertinência com as contempladas na Lei das Sociedades Anônimas. Liminar concedida em medida cautelar afrontando o disposto no art. 804 do CPC e confirmando o afastamento do presidente do Conselho de Administração. Agravo provido. (BRASIL.Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro - Décima Sétima Câmara Cível. Agravo de Instrumento n. 0015013-06.2001.8.19.0000 (2001.002.08605), relator Desembargador Fabrício Bandeira Filho - Julgamento: 05/09/2001)

Importante notar que o sistema de voto múltiplo não impede o direito de eleição dos membros do Conselho de Administração pelos acionistas minoritários e preferencialistas na forma prevista pelos parágrafos 4, 5 e 6 do artigo 141, o chamado sistema de “voto plural”.

Na verdade, segundo observa Paulo Fernando Campos Sales de Toledo³⁰, o sistema de voto múltiplo propicia aos acionistas minoritários com direito a voto, a participação no conselho de administração, enquanto o voto plural confere certos privilégios a determinadas espécies de ação em detrimento das demais, atribuindo-lhe um número maior de votos.

Tais dispositivos legais trouxeram ao Conselho de Administração das companhias brasileiras, a possibilidade de uma maior representação dos grupos minoritários nesse órgão, agregando assim maior diversidade à composição do Conselho de Administração e favorecendo com isso a prática de governança dentro desse órgão.

³⁰ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. São Paulo, Atlas, 1999. 2a ed. 123p.

1.2.2. Atribuições

O Conselho de Administração possui funções e prerrogativas específicas conforme disposto no artigo 142 da LSA, e que serão examinadas abaixo. Tratam-se de atribuições indelegáveis a outros órgãos de administração da Companhia, sendo, portanto exclusivos do Conselho de Administração.

Tais prerrogativas constituem um poder outorgado pela LSA para que os administradores atuem na esfera jurídica da Companhia, sendo, portanto, próprios e indelegáveis a outro órgão da sociedade. Nesse sentido ensina Modesto Carvalhosa³¹ que “(..) esses poderes são exclusivos, não pode ser avocados sequer pela Assembléia Geral, que representa a vontade soberana da companhia. Isto porque os poderes dos órgãos de administração não são delegados por ela, assembleia geral mas advêm diretamente da lei.”

Sendo assim, tem-se que a Diretoria não poderá delegar poderes de representação da Companhia ao Conselho de Administração, já que esse último possui funções estritamente deliberativas, sempre agindo como um órgão colegiado. Seguindo o mesmo raciocínio, existindo Conselho de Administração, não é lícito a Assembléia Geral eleger diretores, posto que tal atribuição é exclusiva do Conselho de Administração, conforme expressamente determina o artigo 142.

Importante notar, contudo, que no caso de vacância de todos os cargos do Conselho de Administração, conforme dispõe o artigo 150 da LSA, salvo disposição em contrário no Estatuto Social, caberá a diretoria convocar Assembléia Geral, assumindo temporariamente as funções do Conselho de Administração.

Nesse sentido, observa Modesto Carvalhosa³² que “não se trata de delegação provisória dos poderes. Na realidade, a vacância total dos conselheiros faz com que, provisoriamente, a Companhia passe a ter uma administração unitária, englobando os diretores, função deliberativas e executivas e de representação da sociedade.”

³¹ CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v.3. p. 43.

³² CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v.3. p.43.

O artigo 142 da LSA lista, de forma exaustiva, quais as matérias de competência do Conselho de Administração, não sendo permitido que nem o Estatuto Social, nem a Assembléia Geral imponham algum tipo de restrição a tais competências. Dessa forma “qualquer regra estatutária ou deliberação da assembléia Geral que venha a cercear, sob qualquer forma, o pleno exercício das competências do Conselho, serão nulas.³³”

São, portanto, atribuições do Conselho de Administração, na forma do artigo 142, primeiramente, fixar a orientação geral dos negócios da Companhia, devendo o Conselho agir sempre nos limites estabelecidos pelo Estatuto Social, como forma de consecução do objeto social.

Cabe ao Conselho de Administração propor à Assembléia Geral a aprovação da política empresarial no que tange a orçamentos e reservas financeiras, devendo a Assembléia homologar ou não tal proposta e se necessário, pedir sua revisão, não sendo lícito à Assembléia Geral fazer emendas. Com relação à política empresarial de conjuntura, tais como, expansão de mercado, forma de condução dos negócios da empresa, dentre outras é de competência reservada do Conselho de Administração, não cabendo à Assembléia Geral aprová-la, conforme comenta Modesto Carvalhosa³⁴.

Na seqüência estabelece o artigo 142 da LSA que cabe ao Conselho de Administração, eleger e destituir dos Diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observando o que a respeito dispuser o Estatuto. O Conselho poderá a qualquer tempo eleger e destituir os diretores da Companhia.

Ainda, embora o artigo 143 IV da LSA, preveja que o Estatuto Social deva estabelecer as atribuições e poderes de cada diretor, nas Companhias onde existem Conselho de Administração, conforme comenta Luciano de Souza Leão Junior³⁵ “as disposições estatutárias podem ser bastante genéricas e discriminadas ou especificadas por atos do Conselho de Administração, sem o formalismo, portanto, da reforma estatutária.”

³³ CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v.3. p.138.

³⁴ CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v.3. p.138 e 139.

³⁵ LEÃO Jr. Luciano de Souza. opt. cit. p. 1067.

Também estabelece o artigo 142 que cabe ao Conselho de Administração fiscalizar a gestão dos diretores, examinar a qualquer tempo os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre os contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos.

Trata-se de umas das principais funções do Conselho de Administração, competindo a esse órgão, segundo ressalta Luciano de Souza Leão Junior “fiscalizar tanto a legalidade quanto a conveniência dos atos praticados pelos diretores e sua conformidade com as deliberações da Assembléia Geral e do próprio Conselho.”

Ainda segundo Modesto Carvalhosa³⁶ “esse controle tem caráter permanente e não se atém apenas ao aspecto formal dos negócios jurídicos praticados pela diretoria; abrange o mérito desses mesmos negócios para verificar a sua consonância com o objetivo social e os fins próprios da sociedade (...)”

Trata-se do mecanismo legal por meio do qual os acionistas que não participam diretamente da administração da empresa, e cujos interesses são representados pelos conselheiros, podem de certa forma exercer um monitoramento indireto sob as decisões de negócio tomadas pelos administradores da companhia.

Daí a importância da representação dos grupos minoritários no Conselho de Administração. Esse papel exercido pelo conselheiro gera responsabilidades que são mensuradas de acordo com os princípios estabelecidos pelos deveres de diligência e vigilância, conforme será detalhado no item 1.3.

Dando seqüência às competências do Conselho de Administração, estabelece o artigo 142 que cabe ao Conselho de Administração, convocar assembléia geral quando julgar conveniente ou no caso do artigo 132. O Conselho de Administração tem o dever de convocar Assembléia Geral nos casos previstos em lei e possui também, conforme define Modesto Carvalhosa³⁷ a “legitimidade extraordinária”, sempre que julgar necessário.

Cabe também ao Conselho de Administração nos termos do art.142, manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria. Segundo anota Luciano de Souza

³⁶ CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v.3. p. 142.

³⁷ CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v.3. p. 142.

Leão Junior³⁸, a manifestação do Conselho pressupõe revisão completa do relatório e das demonstrações financeiras, e a deliberação de que se façam as correções necessárias.

O Conselho somente será responsável pela análise dos documentos apresentados pela diretoria, sendo que a “falsidade das contas apresentadas são de responsabilidade exclusiva dos diretores”, conforme acrescenta Modesto Carvalhosa³⁹.

Ademais, conforme estipula o artigo 142 da LSA, são também de competência do Conselho de Administração, caso previsto no Estatuto Social da Companhia, as seguintes matérias: manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou bônus de subscrição; 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 escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Como se pode observar, o Conselho de Administração possui funções importantes na condução e fiscalização dos negócios da companhia, e sendo órgão de representação dos acionistas com função fiscalizatória, é uma importante ferramenta para efetivação da prática da governança corporativa e transparência.

Contudo, conforme será analisado adiante, no ambiente corporativo brasileiro, em que a maioria das companhias possui estrutura de propriedade concentrada, não é raro vermos conselhos de administração formados, majoritariamente, por conselheiros eleitos pelos controladores ou que fazem parte da diretoria executiva, indo, portanto, na mão inversa das melhores práticas de governança do Brasil e do mundo.

1.3. Independência dos Administradores

1.3.1. Conceito e aplicabilidade

³⁸ LEÃO Jr. Luciano de Souza. opt. cit. p. 1068.

³⁹ CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v.3. p. 145.

Conforme já anotado, de acordo com os artigos 139 e 154 da LSA, os deveres e obrigações dos administradores decorrem de determinação legal, que os obriga a atuar sempre no interesse da companhia, sendo suas atribuições indelegáveis.

Como conseqüência, os administradores e principalmente os conselheiros de administração devem agir de forma independente em relação aos acionistas que os elegeram ou indicaram sua eleição. Modesto Carvalhosa⁴⁰ ensina que “Os administradores não são mandatários dos grupos que os elegeram, mas órgãos da companhia. Devem agir no interesse dela, e não no do grupo de acionistas que os elegeu.”

No presente trabalho, usaremos a expressão “Independência Legal” para fazer referência a essa obrigação imposta por lei onde os administradores devem agir buscando sempre os interesses da companhia.

O conceito de Independência Legal é amplo, e diferentemente do conceito de Conselheiro Independente, que é pautado em critérios objetivos predeterminados, o primeiro estabelece padrão subjetivo de conduta ética que pode, em alguns casos, trazer responsabilização pessoal do administrador ou até mesmo nulidade do ato. Nesse sentido, ensina Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto⁴¹, que

O *caput* (do artigo 154) estabelece um padrão amplo de comportamento, capaz, assim, de abranger as mais variadas hipóteses, cabendo ao julgador analisar as circunstâncias e peculiaridades de cada caso para verificar se o administrador está exercendo suas atribuições para lograr os fins e no interesse da companhia. Isso, porém, não quer dizer que o administrador se obriga pelo resultado de sua gestão, já que suas obrigações são de meio.

Modesto Carvalhosa⁴² também defende que “agem com desvio de poder os administradores que, embora cumprindo as formalidades legais e estatutárias, afastam se do cumprimento de seus deveres.”

⁴⁰ CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v.3. p. 147.

⁴¹ LAZZARESCHI Neto, Alfredo Sérgio, Lei das Sociedades por Ações anotada. São Paulo. Saraiva, 2008. p.413.

⁴² CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v.3. p. 278.

No mesmo sentido, a Instrução CVM 131 de 17 de Agosto de 1990, considera em seu artigo 1º, infração grave o descumprimento do disposto no artigo 154 e parágrafos da LSA.

Art. 1º Considera-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III e VI do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, além das hipóteses já previstas em atos normativos da CVM, o descumprimento dos artigos 117 e seus parágrafos, 153, 154 e seus §§ 1º e 2º, 155 e seus §§ 1º e 2º, 156 e seu § 1º, 165, 201, 202 e seu § 5º, 205 e seu § 3º, 245, 254 e seus §§ 1º e 2º, 255 e seus §§ 1º e 2º e artigo 273 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Resta claro, que, antes de tudo, deve o administrador buscar realizar o interesse social, que deve prevalecer sobre o interesse de terceiros ou do próprio administrador. Ainda, segundo Luiz Antonio de Sampaio Campos⁴³

Na S.A. procura-se conciliar e compor diversos interesses que de uma maneira ou de outra circundam a estrutura da companhia. Nesse sentido, a Lei das S.A. esclarece que no tocante aos administradores o interesse tido por superior e, que, portanto, deve ser perseguido e priorizado é o interesse social. O interesse social sobrepõe-se a todos os outros.

Acrescenta ainda o mesmo autor que “o administrador é dotado de um poder-função, porque o poder lhe é atribuído apenas para realizar o objeto social, atendendo ao interesse social”.

Tem-se, portanto que a discricionariedade das decisões tomadas pelos administradores, é limitada a realização do objeto social, sendo independente de seus interesses pessoais. Tal regra aplica-se a todos os administradores, sejam esses sócios ou não, conselheiros independentes ou membros da diretoria, pois trata-se de obrigação primordial e dever do administrador enquanto tomador de decisões da companhia, o “poder-função” decorrente do dever de Independência Legal.

Busca-se com isso, que o administrador aja sempre visando o interesse social, que, segundo Waldirio Bulgarelli⁴⁴, figura como “o limite aos interesses egoísticos e como

⁴³ SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. LAMY FILHO, in Direito das Companhias. Alfredo; Pedreira, José Luiz Bulhões -coord.. Rio de Janeiro: Forense, 2009.2v. p.1111.

parâmetro a ser seguido na condução dos negócios sociais.” Ainda, o mesmo autor acrescenta que

O interesse social deve ser entendido por três níveis: 1) um preliminar, em que o patrimônio social, formado com a contribuição dos sócios, seja utilizado no exercício de uma atividade produtiva que forma o objeto social; 2) um intermediário, em que a atividade produtiva seja voltada para a realização de lucros; e 3) um interesse social final, ou seja, o interesse de que o lucro seja dividido entre os sócios.

Um exemplo clássico e infelizmente comum de infração a esse princípio, é a tomada de decisões dos administradores baseada unicamente em objetivos de curto prazo, visando alcançar metas e resultados insustentáveis na companhia a longo prazo, para que esse administrador possa usufruir de bônus ou super-valorização do plano de participação de ações.

Nesses casos, em que pese o objetivo imediato da companhia ter sido alcançado, qual seja, o aumento de seus resultados e lucro, o objetivo mediato, que é a sustentabilidade e perenidade da empresa no longo prazo foi desprezado com o único propósito de atender ao interesse pessoal dos administradores.

Importante ressaltar que um dos maiores problemas verificados nos Estados Unidos e na Europa como causa da crise de 2008 e 2009 foi um sistema de incentivos que privilegiava a obtenção de ganhos de curto prazo – metas trimestrais de vendas, margens de ganho e valorização em bolsa – no pagamento de bônus, em detrimento de políticas sustentáveis de longo prazo.

1.3.2. Independência Legal X Conselheiro Independente

Conforme já anotado, são considerados Conselheiros Independentes, de uma forma sumária, aqueles que não possuem qualquer vínculo com a companhia, exceto participação acionária irrelevante, como forma de cumprir exigência legal.

⁴⁴ BULGARELLI, Waldírio. Acordo de Acionistas de companhia aberta. Extensão do voto vinculado aos membros do conselho de administração para assegurar a uniformidade na execução da política empresarial traçada pelo grupo de controle. *Questões Atuais de Direito Empresarial*, SP: Malheiros, 1995. p.195.

Os critérios adotados pelas melhores práticas de governança corporativa, definem padrões que estabelecem de forma objetiva se determinado conselheiro pode ou não ser considerado independente, para os fins que se dispõe.

O conceito de Independência Legal aplicável a todos os administradores é decorrente de uma imposição legal que determina que o administrador deva agir visando unicamente os interesses da companhia. No caso do Conselho de Administração, sua atuação deve ser independente em relação a quem os indicou ou elegeu e também a outros membros da administração da companhia.

Tal conceito difere do conceito de Conselheiro Independente que é determinado pela união de diversas características objetivas, conforme padrões de governança recomendados pelo IBGC em seu Código de Boas Práticas e também nas demais orientações emitidas pela BM&FBOVESPA e CVM, sempre no sentido desse conselheiro não possuir qualquer vínculo com a companhia que possa de alguma forma influenciar sua decisão ou poder de fiscalização.

Tem-se, portanto, que o objetivo da inclusão de Conselheiros Independentes no Conselho de Administração é garantir que esse órgão não seja apenas um ente que realiza, sem questionar, a vontade do acionista controlador e dos executivos da companhia. Com a inclusão desse conselheiro, busca-se ampliar a diversidade de pontos de vista dentro da administração da empresa, sempre visando o melhor desenvolvimento dos negócios e criando valor para a empresa.

Ainda, importante notar que mesmo aqueles conselheiros que não se encaixam na categoria de Conselheiro Independente, possuem deveres e responsabilidades estabelecidos em lei que regulam sua atuação, incluindo obrigação de lealdade e diligência com a companhia, conforme será abordado adiante. Isso significa que os interesses da companhia deverão sempre ser considerados por todos os membros da administração.

Sendo assim, temos que tanto a atuação dos Conselheiros Independentes na fiscalização da administração e da atuação dos acionistas controladores, como o conceito amplo de Independência Legal possuem importância na aplicação dos princípios de melhores práticas de governança corporativa nas companhias e também permitem trazer responsabilização aos membros da administração.

Contudo, deve-se ter em mente a diferença da função exercida pelos Conselheiros Independentes do dever geral de Independência na atuação dos administradores. Conforme já salientado, a Independência Legal decorre expressamente de disposição legal, sendo, portanto, prática indispensável na administração de qualquer companhia. Por outro lado, a inclusão de Conselheiros Independentes no Conselho de Administração é apenas uma orientação para prática de boa governança, não sendo, por conseguinte, obrigatória para todas as companhias, mas apenas para as companhias listadas nos Níveis de Governança da BM&FBOVESPA.

1.3.3. Deveres e Responsabilidades dos Administradores

Conforme anotamos nos tópicos anteriores, o administrador, na execução de suas funções e no exercício de seu poder de tomar decisões e definir as diretrizes de negócio de uma empresa, pode vir a causar danos diretos à companhia e, conseqüentemente, aos acionistas e terceiros tais como consumidores, empregados, fornecedores e para a sociedade em geral.

Os artigos 153 a 160 da LSA fixam padrões de comportamento dos administradores das Sociedades Anônimas e estabelecem as responsabilidades a eles relacionadas, sendo, portanto, de extrema importância para o estudo da responsabilização dos administradores.

Visando buscar proteção contra arbítrios cometidos pelos administradores das companhias, a LSA trouxe regras específicas para tratar da efetivação da responsabilidade civil dos administradores perante a companhia, os acionistas e também os terceiros, constituindo, desta forma, um importante elemento de regulação e conduta dos administradores.

Segundo ensina Marcelo Von Adamek⁴⁵, a regulação de conduta dos administradores torna efetivos os seus vários deveres nos planos societários internos e externos. Desta forma, ensina o autor que:

⁴⁵ VON ADAMEK, Marcelo. opt. cit. p. 199.

A responsabilidade interna constitui critério de balanceamento dos poderes atribuídos pela lei e pelos estatutos aos administradores, assegurando que o seu exercício seja corretamente direcionado para a consecução do interesse da companhia; e a *responsabilidade externa*, voltada a sancionar os demais interesses também prestigiados pelo legislador (inclusive os interesses individuais dos acionistas). (grifos nossos)

Sendo assim, temos que o dever de Independência Legal, conforme definido no tópico anterior, está diretamente relacionado com a responsabilidade interna dos administradores de forma geral, pois visa assegurar que os administradores ajam de forma a buscar os melhores interesses da companhia em detrimento dos interesses próprios ou de um grupo determinado.

Nesse sentido, importante acrescentar que o dever de Independência Legal também se relaciona de forma indireta à responsabilidade externa dos administradores, principalmente quando nos referimos a companhias abertas, pois se o administrador age de forma a buscar outros interesses que não os da companhia primordialmente, tal comportamento acaba por refletir de forma danosa, mesmo que a longo prazo, para os demais componentes do mercado.

Ainda, é importante destacar que, hodiernamente, não apenas os deveres gerais expressamente determinados em lei⁴⁶ podem imputar responsabilidade aos administradores pelo seu descumprimento. As orientações de boa prática de governança corporativa sinalizam a tendência moderna de adotar procedimentos de boa gestão societária e servem também como base aos aplicadores do direito para avaliar padrões de conduta dos administradores.

Nesse sentido, temos que as orientações de governança, conforme aponta Marcelo Von Adamek⁴⁷, tendem a garantir que os administradores atuem realmente no interesse dos sócios, e também sopesem os interesses dos *stakeholders*. Ainda, segundo o autor:

⁴⁶ Dentre essas disposições, destacam-se as referentes aos deveres e responsabilidades dos administradores no que tange ao dever de diligência, segundo o qual o administrador deve empregar, no desempenho de suas atribuições, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo, costumeiramente emprega na administração de seus próprios negócios. (artigo 153 c.c 154, LSA); o dever de lealdade que estabelece que o administrador não pode usar, em proveito próprio ou de terceiro, informação pertinente aos planos ou interesses da companhia e à qual teve acesso em razão do cargo que ocupa, agindo sempre com lealdade para com aquele (artigo 155 c.c. 156, LSA); e dever de informar pelo qual o administrador de companhia aberta tem o dever de informar, imediatamente, à Bolsa de Valores e divulgar pela imprensa qualquer deliberação dos órgãos sociais ou fato relevante que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários de emissão da companhia (artigo 157, § 4o, LSA).

⁴⁷ VON ADAMEK. Marcelo. opt. cit. p. 115.

Preconiza-se por esse movimento de difícil definição jurídica (o movimento de governança corporativa), o reforço dos deveres fiduciários como o de diligência e lealdade e das medidas de transparência (*disclosure*); o aperfeiçoamento dos sistemas de informações sobre a gestão social (*accountability*) e dos mecanismos de fiscalização e controle (sobretudo com a presença de conselheiros independentes sem funções executivas); a melhor divisão dos poderes e atribuições dos órgãos, visando preservar a independência de cada qual; e a implementação de várias medidas tendentes a devolver a Assembléia Geral o papel central que tradicionalmente sempre se lhe reconheceu.

Logo, tem-se que o movimento de Governança Corporativa e suas práticas consolidadas, trazem conseqüências diretas para a responsabilização dos administradores e também para a consolidação das regras de direito societário, especialmente devido às soluções práticas propostas pelas orientações de governança corporativa, que são caracterizadas pela integração das regras tradicionais com as normas de gestão e princípios éticos prevalentes na organização moderna.

Conseqüentemente, podemos inferir que a responsabilidade dos administradores recai sobre as responsabilidades inerentes ao exercício de sua função, dentre essas, a obrigação de atuar tendo em vista os interesses da companhia. Neste ínterim, de forma a entender detalhadamente o acima mencionado, descreveremos a seguir as principais características dos deveres legais dos administradores⁴⁸ como forma de ilustrar o quanto pontuado acima.

1.3.3.1. Dever de Diligência

⁴⁸ Além dos deveres amplos e gerais definidos por lei, Marcelo Von Adamek (opt.cit. p.120) classifica os demais deveres dos administradores da seguinte forma: (i) Deveres específicos: São aqueles destacados pela lei acionária aplicáveis para determinadas hipóteses, tais como o dever de manter as escriturações sociais, convocar assembleia geral, elaborar e publicar o relatório com as demonstrações financeiras, etc; (ii) Deveres implícitos: Além dos deveres expressos, há os deveres implícitos como o de cumprir os estatutos e as deliberações da Assembléia Geral, dedutíveis de normas gerais ou mesmo de princípios societários. Estes, assim como os deveres expressos, se forem descumpridos e causarem danos à companhia, geram igualmente o dever de indenizar; (iii) Deveres individuais: Os deveres dos administradores os obrigam para com a companhia, de forma individual, ainda quando eles integrem o órgão coletivo e não tenham, de per si, atribuições individualmente exercitáveis; (iv) Deveres para com a companhia: Os deveres de índole fiduciária (como os de diligência e lealdade), pelo texto da lei obrigam os administradores para com a companhia, apenas. Em princípio, portanto, não existe o dever de lealdade do administrador para com o sócio, a não ser indiretamente, isto é, na medida em que o interesse do sócio identifique-se com aquele da própria sociedade, como dever geral de lealdade societária.

O dever de diligência, definido pelo artigo 153 da LSA é definido como o dever pelo qual o administrador da companhia deve empregar no exercício de suas funções o cuidado que todo homem probo costuma empregar em seus negócios.

Trata-se de previsão legal de caráter subjetivo, onde o legislador considerou apenas padrões de conduta razoavelmente esperados de um homem de negócios, sem definir ao certo que tipo de conduta efetivamente se espera.

A dificuldade prática reside em aplicar esse padrão ao caso concreto, mais especificamente, considerando suas peculiaridades e também o comportamento que se poderia esperar do administrador em situações análogas.

Faz-se necessário, portanto buscar do administrador a conduta ordinária, ou seja, a atitude razoável que deveria ser tomada considerando o nível de informação e recursos disponíveis no momento que se realizou a decisão. Não há que se questionar, portanto, se a decisão tomada foi a melhor possível naquele momento, mas sim se obedeceu aos padrões médios de razoabilidade e diligência, dentro do cenário em que ocorreu.

Nesse sentido, importante notar que a análise de responsabilidade do administrador não pode resultar da análise de oportunidade e mérito da decisão de gestão, devendo o julgador avaliar se é possível imputar a responsabilidade em razão do descumprimento do dever de diligência e vigilância, dentre outros fatores que podem caracterizar desídia na execução de suas funções.

Logo, tem-se que a obrigação do administrador é de meio, não de fim, pois o resultado é irrelevante para fins de responsabilização civil se a forma pela qual a decisão foi tomada foi pautada nos padrões razoáveis de conduta.

Seguindo esse entendimento, acrescenta Marcelo Von Adamek⁴⁹ que

Indo além da análise do dever de diligência, é possível extrair outra inferência de grande relevância. Ao pautar a conduta do administrador pelo dever de diligência, a lei torna evidente que a obrigação do administrador na condução geral do negócio da

⁴⁹ VON ADAMEK, Marcelo. opt. cit. p. 132.

companhia, é obrigação de meio e não de resultado. (...) De regra, portanto, o administrador obriga-se apenas a adotar comportamento apropriado, com a diligência requerida, para a consecução de determinado fim, mas não se obriga pela efetiva obtenção do resultado.

Desta forma, tem-se que o administrador deverá ser responsabilizado em caso de não observância da diligência mínima necessária à condução dos negócios da companhia.

Por certo, em caráter de julgamento relativo à subjetividade de suas condutas, ter-se-á responsabilização do administrador caso aja com culpa, ou seja, com negligência, imprudência ou imperícia, gerando a obrigação de indenizar a companhia. Seguindo o mesmo raciocínio, haverá também, por óbvio, responsabilização do administrador que age com dolo.

Recentemente, a CVM aplicou, com base na infração dos deveres gerais de diligência, multas equivalentes a R\$ 2,6 milhões a dez administradores da companhia Sadia S.A.⁵⁰ dentre esses, nove conselheiros de administração, em razão de perdas enfrentadas pela companhia relacionadas às operações realizadas com derivativos cambiais em 2008.

A autarquia se negou, em decisão proferida em 25 de agosto de 2010 pelo Comitê de Termo de Compromisso a firmar termos de compromisso com os administradores, visando com isso dar uma posição norteadora de responsabilização ao mercado com o julgamento efetivo dos administradores e imposição de penalidades.

No caso julgado em 14 de Dezembro de 2010, a CVM concluiu que os conselheiros não foram diligentes no monitoramento da política financeira da companhia, sendo que essa é

⁵⁰ Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 18/2008 -SADIA S.A. Em decisão proferida na sessão de julgamento do PAS CVM Nº 18/2008, realizada no dia 14 de dezembro de 2010, o Colegiado da CVM, por maioria, acompanhando o voto do Diretor-relator, decidiu: (i) ao acusado Adriano Lima Ferreira aplicar penalidade de inabilitação para exercício de cargo de administração de companhia aberta, entidade do SDVN e outras que dependam de autorização ou registro CVM por 3 (três) anos; (ii) aos acusados Diva Helena Furlan, Eduardo Fontana D'Avila, Luiza Helena Trajano Inácio Rodrigues, Norberto Fatio E Vicente Falconi Campos aplicar a penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais); (iii) aos acusados Everaldo Nigro Dos Santos, Francisco Silvério Morales Cespede, José Marcos Konder Comparato E Walter Fontana Filho aplicar a penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$400.000,00 (quatrocentos mil reais); e (iv) aos acusados Alcides Lopes Tápias, Marcelo Fontana, Roberto Faldini E Cassio Casseb Lima absolver de todas as acusações. Participaram do julgamento os diretores, Alexsandro Broedel Lopes, relator, Marcos Barbosa Pinto, Eli Loria, Otávio Yazbek e a presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, que presidiu a sessão. Pauta do julgamento disponível em <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em 15 de janeiro de 2011.

uma atribuição dos conselheiros, sobretudo daqueles que compõem os comitês financeiro e de auditoria.

O posicionamento da autarquia, segundo anota Silvio Mutuo⁵¹ “é um aviso de que não há mais espaço para os conselheiros pro forma, uma herança dos tempos em que eles não tinham papel relevante, já que todas as empresas tinham controlador definido.” Fato esse que reforça ainda mais a importância do estudo do tema proposto no presente trabalho.

Ainda, sobre o dever de o administrador empregar no desempenho de suas atribuições, o cuidado e diligência de todo homem ativo e probo, cumpre salientar a possibilidade de responsabilização pelo desvio de poder do administrador no que concerne à finalidade das atribuições a ele conferidas. Neste ponto, é necessário ressaltar novamente que o administrador não se obriga pelo resultado alcançado pela companhia, mas somente pelo desempenho de suas funções, conforme se discutirá abaixo.

1.3.3.2. Dever de dar cumprimento às finalidades das atribuições do cargo

Outro dever geral do administrador destacado pela LSA em seu artigo 154, caput é exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

Aqui o administrador, agindo em conformidade aos ditames do dever de diligência, precisa atentar às obrigações da lei, do Estatuto Social e ao objeto social da companhia. Este último determina a atividade econômica da sociedade, mostrando-se como diretriz dos meios a serem empregados na atividade societária.

Independentemente de o administrador ser membro da diretoria executiva da sociedade ou do Conselho de Administração, deve sempre guiar sua atuação para realização do objeto social e da obtenção e partilha de lucro entre os acionistas.

⁵¹ MUTUO, Silvio. Sob Fogo Cruzado. **Revista Capital Aberto**. São Paulo. Ano 8. No. 89. pág. 25 a 27. Janeiro de 2011.

Igualmente, o nas palavras de Modesto Carvalhosa⁵², o desvio de conduta “caracteriza-se pelo desvirtuamento da finalidade da própria lei societária e do estatuto da companhia, embora preservados os elementos formais da respectiva regra.”

Tem-se, portanto, que esse dever está diretamente ligado a obrigação geral de independência, prevista no artigo 154, §1º da LSA o qual, conforme exposto acima, não isenta o administrador da responsabilidade de agir em prol dos interesses da companhia, mesmo quando eleito por um grupo ou classes de acionistas.

Assim, como forma de ilustrar o quanto exposto acima, importante destacar partes de duas decisões proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários em processos administrativos que discutiram essa matéria, reforçando, por conseguinte, o conceito de atuação independente dos administradores das companhias abertas e sua consequente responsabilização em razão da ausência do cumprimento desta conduta, conforme segue:

Por isso, o administrador eleito por grupo que promove a desconvoação de AGE, sem a prévia anuência do Conselho de Administração e sem que houvesse interesse social efetivo para apurar sua conduta, viola o artigo 154 da LSA. (CVM, Proc. nº RJ-7229/2005, Rel. Pres. Marcelo Fernandes Trindade, v.u., j. 10/5/2006)

No mesmo sentido:

O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. Decisões tomadas pelo Conselho de Administração que não se inspiram no propósito de beneficiar a companhia ou seus acionistas, mas apenas ao acionista controlador, violam o artigo 154 da LSA. (CVM, Proc. nº RJ 1443/2005, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, v.u., j. 21/3/2006)

Ainda, no que tange a caracterização de desvio de poder e violação ao dever de lealdade, o relatório emitido na apreciação de Proposta de Termo de Compromisso envolvendo a companhia Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., destacou que a não observância do dever de diligência, gerou um dano potencial a companhia que teve seus recursos indevidamente utilizados para outros fins, que não a execução do seu objeto social:

⁵² CARVALHOSA, Modesto. opt. cit. v.3. p. 274.

Trata-se de Processo Sancionador em que a Comissão de Inquérito imputa ao acusado, na qualidade de diretor presidente da Usiminas, a "não observância ao dever de cuidado e diligência que deve empregar no exercício de suas funções, nos termos do artigo 153 da Lei nº 6.404/76", pelo fato de aprovar pagamentos à SMP&B sem a devida comprovação da efetiva prestação dos serviços, sem a formalização de aprovação prévia de custos e escopos para os mesmos, conforme previsto em contrato entre a Usiminas e a SMP&B, bem como por aprovar pagamentos de faturas por trabalhos supostamente realizados em data anterior à data de aprovação do escopo e dos custos envolvidos" e "infração ao disposto no artigo 154, "caput", e parágrafo 2º, alínea "a", e artigo 155, "caput", da Lei nº 6.404/76, tendo em vista a conclusão desta Comissão de Inquérito, exposta no parágrafo 111, no sentido de que teria ocorrido simulação da prestação de serviços de publicidade, objetivando, na realidade, a transferência de recursos da companhia para o financiamento de campanhas eleitorais de deputados, configurando, assim, a tomada de decisões que não tinham por fim o interesse da sociedade, caracterizando Desvio de Poder e de Finalidade e violação do dever de lealdade. (grifos nossos) (CVM: Apreciação de Proposta de Termo de Compromisso - PAS Nº 18/2005 –Reg. nº 5498/07)

1.3.3.3 Dever de lealdade

Em complemento ao dever de diligência, a LSA estabelece o dever de lealdade para o administrador. Trata-se da obrigação prevista pelo artigo 155, caput da LSA na qual o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios. Conforme bem ilustra Paulo Fernando Campos Salles de Toledo⁵³, “deve servir à companhia e não servir-se dela”.

Nesse sentido, a LSA em seu artigo 50, enumera de forma exemplificativa um rol de condutas desleais, impondo vedações expressas de conduta aos administradores, quais sejam:

(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;

Importante notar que essa vedação existe independentemente do agente ter causado qualquer tipo de dano à companhia, bastando simples ato contrário para que se configure violação ao dispositivo legal mencionado.

⁵³ TOLEDO. Paulo Fernando Campos Salles de. opt. cit. p. 58.

(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;

Obviamente a conduta omissiva deve ser precedida de intenção, ou seja, não há como responsabilizar o administrador que por cautela, deixou de realizar determinado negócio por entender que este era de alguma forma, prejudicial à companhia.

Nesse sentido, para a realização dessa análise, dever-se-á considerar os princípios e parâmetros definidos pelo conceito de dever de diligência do administrador.

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

1.3.3.4. Deveres próprios sobre conflito de interesses

Trata-se da proibição geral dos administradores de concorrerem de forma direta ou indireta com a companhia, sendo também um complemento ao dever de lealdade.

Desta forma, a legislação pátria proíbe, em seu artigo 147, § 3º que o administrador ocupe função orgânica em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial em conselhos consultivos, de administração ou fiscal.

Ainda, em seu artigo 156⁵⁴ a LSA proíbe também que os administradores intervenham em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com a companhia e, na deliberação que os demais administradores tomarem a respeito desta matéria, deverá abster-se de votar, fazendo consignar na ata de reunião as razões pelas quais se manteve silente.

⁵⁴ A LSA, prescreve em seu artigo 156 que “ É vedado 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 cientificá-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.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

Importante ressaltar que a LSA não proíbe que o administrador mantenha negócios com a companhia, desde que o faça em condições justas e equitativas se comparadas com os negócios realizados com terceiros, sendo que qualquer negócio realizado em desacordo com essa regra poderá ser considerado nulo, cabendo ao administrador a conseqüente responsabilização pelos danos causados. Tal dispositivo vai de encontro com os deveres de lealdade e diligência.

1.3.3.5. Dever de Sigilo

Segundo anota Marcelo Von Adamek⁵⁵ o dever de sigilo, previsto no artigo 155, caput da LSA conjuntamente com o dever de lealdade, “possui duas facetas: a genérica, caracterizada pela obrigação de o administrador manter reserva sobre os negócios sociais, e a específica, aplicável somente ao administrador de companhia aberta”.

Em relação aos administradores de companhias abertas, o supra citado artigo de lei coíbe o administrador de utilizar informações privilegiadas para proveito próprio ou alheio.

Nesse sentido, entendeu a CVM⁵⁶ que a caracterização do uso indevido de informação privilegiada acerca de uma determinada companhia, “pressupõe que tal informação seja relevante, o que pode ser medido pela oscilação de preço dos valores mobiliários de sua emissão. As companhias (...) devem abster-se de negociar valores mobiliários que possam colocá-las em situações de potencial conflito de interesse.”

Cabe enfatizar que tal previsão busca não apenas proteger os interesses da companhia, mas também tutelar os acionistas contra práticas que possam configurar *insider trading*. Ademais, são tutelados os investidores do mercado de capitais, pois a conduta ilícita do administrador fere um interesse público, qual seja, a segurança nos negócios realizados nesse mercado e dos investidores na conduta dos administradores.

⁵⁵ VON ADAMEK. Marcelo. opt.cit. p. 167.

⁵⁶ CVM, Processo nº 6/2003 Rel. Dir. Norma Jonssen Parente. v.u. j. 14/9/2005

1.3.3.6. Dever de Informar

O dever de informar é expressamente previsto no artigo 157 da LSA, sendo também um desdobramento do dever de lealdade.

A norma do art. 157 faz referência ao dever de o administrador prestar informações, de forma ampla, sobre seu patrimônio atual, fatos que possam repercutir no preço dos valores mobiliários, dentre outros.

Nota-se, portanto, que o dever de informar está intimamente ligado à necessária transparência dos negócios da sociedade anônima, principalmente a sociedade anônima aberta, devendo o administrador, sempre de forma imediata, informar o mercado sobre qualquer deliberação do órgão gestor que possa influir significativamente o comportamento dos investidores, especialmente na comercialização das ações emitidas pela sociedade (art. 157, § 4º). Cumpre ainda ao administrador informar sobre eventuais interesses que possua nos negócios sociais da companhia (art. 157, caput e § 1º).

Da mesma forma, a Instrução Normativa 358 de 03 de Janeiro de 2002, publicada pela CVM, dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas e disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários, e determina em seu artigo 18, que configura em infração grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da LSA, a transgressão às disposições da Instrução.

1.3.3.7. Dever geral de vigilância

Em que pese não haver preceito expresso na lei acionária sobre dever de vigilância, pode-se inferir pela leitura do artigo 158, §§ 1 e 4 da LSA⁵⁷.

⁵⁷ 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.

§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de

O dever geral de vigilância é uma obrigação individual de cada membro dos órgãos administrativos da companhia, não sendo, portanto uma atribuição coletiva, posto que cabe a cada um dos membros zelar pelo bom funcionamento da companhia, exercendo a vigilância externa (companhia-mercado) e interna (Conselho de Administração - Diretoria).

Sobre o dever geral de vigilância, a CVM⁵⁸ se pronunciou no sentido de que, para eximir-se dessa responsabilidade, deve o conselheiro provar que esgotou tudo o que estava ao alcance de uma pessoa mediana para avaliar a legalidade dos atos que estavam sob sua aprovação, não podendo valer-se do argumento simples da ausência de qualificação técnica para avaliar o ato.

Logo, entende-se que o dever de vigilância deve ser exercido com base em elementos de informação disponíveis ou razoavelmente acessíveis ao administrador que deve utilizar esses recursos para embasar suas decisões, utilizando-se também os princípios concernentes ao dever de diligência para realizar essas avaliações.

Para encerrar o estudo dos deveres gerais dos administradores, vale notar a importância da análise dos deveres de vigilância e diligência e as conseqüências correlatas que o cumprimento desses deveres impõe aos membros do conselho de administração, principalmente aos conselheiros independentes.

reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral.

(...)

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembléia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

⁵⁸ CVM Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 07/02, Rel. Dir Eli Loria, julgamento em. 22/11/2004, Ementa: Violação dos artigos 153 e 154, *caput*, 176, *caput*, 177, *caput* e § 3º da Lei nº 6.404/76, bem como da Deliberação CVM nº 183/95, em seus itens 41, 42, 62 e 63. Descumprimento dos artigos 115, *caput* e 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76. Descaracterização da imputação de descumprimento das disposições contidas na Deliberação CVM nº 183/95, em seus itens 41, 42, 62 e 63. O relator estabeleceu que “Se por um lado não acredito que o amplo e irrestrito conhecimento técnico acerca das mais diversas e complexas matérias envolvendo as atividades operacionais de uma companhia aberta seja pré-requisito para alguém assumir o cargo de membro do Conselho de Administração, por outro, verifico, no caso concreto, que não existem evidências que esses conselheiros esgotaram tudo que estava ao alcance de uma pessoa mediana para avaliar a legalidade dos fatos registrados no processo em pauta, o que deixa claro que o dever de diligência não foi rigorosamente seguido.” Disponível em http://te.bovespa.com.br/juridico/jurisprudencia/pdf/PASJ/CVM_07_02.pdf. Acesso em 20 de Dezembro de 2010.

Vale lembrar, também, que é dos membros independentes do conselho que a companhia e os acionistas esperam o exercício mais efetivo do papel de fiscalizador da administração, conforme já discutido.

Sendo assim, compete ao conselheiro independente, quando presente no Conselho de Administração, a obrigação de se manter informado sobre os negócios realizados pela companhia, cabendo-lhe o dever de questionar e apurar fatos quando estes lhe parecerem estranhos aos negócios sociais, sob pena de lhe ser imputada eventual responsabilidade em razão do descumprimento do dever de vigilância caso venha a ocorrer um dano.

Nesse sentido, vale notar, conforme ensina Marcelo Von Adamek⁵⁹ que

Nos órgãos de administração colegiada, os seus integrantes assumem responsabilidade coletiva pelas deliberações ou decisões colegiadas. O fundamento da responsabilidade do administrador continuará a residir na culpa *lato sensu*, consequência da violação dos seus deveres gerais (como os de diligência, lealdade e vigilância), mas em caráter presumido, tanto assim que a abstenção do administrador ou a sua falta injustificada ao conclave, não o isenta de suas responsabilidades. (...) O integrante dissidente do ato colegial, eximir-se-á de responsabilidade caso faça constar sua divergência em ata de reunião do órgão, ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata por escrito ao órgão da administração, ao conselho fiscal, se em funcionamento ou à Assembléia Geral. (grifos nossos)

Logo, cabe ao conselheiro bem informado evitar seguir de acordo com a maioria dos membros do Conselho de Administração caso não concorde com a deliberação tomada, eximindo-se de eventual responsabilidade advinda de decisão colegiada, informando expressamente as razões de seu voto vencido e justificando os motivos de sua discordância como forma de proteção aos seus interesses e aos interesses da companhia.

Esse tipo de responsabilidade será melhor ilustrada no capítulo 3, no qual será tratada questão sobre a orientação de votos dos conselheiros de administração em razão de disposições contidas em acordos de acionistas e seu impacto na atuação independente do Conselho de Administração.

⁵⁹ VON ADAMEK, Marcelo. opt.cit. p. 243.

No próximo capítulo, abordaremos de forma detalhada os princípios de governança corporativa aplicados no Brasil, fazendo um paralelo com as práticas de países que possuem mercados de capitais mais desenvolvidos, tais como Estados Unidos e Inglaterra, como forma de obtermos uma visão mais abrangente e crítica da situação brasileira nesse tema.

2. PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA COM FOCO NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO - ANÁLISE DOS CENÁRIOS BRASILEIRO, AMERICANO E BRITÂNICO

2.1. Breve histórico sobre Governança Corporativa

Os princípios de Governança Corporativa foram introduzidos de forma efetiva na cultura empresarial moderna com a publicação do Relatório Cadbury no início da década de 1990, como resposta aos escândalos empresariais ocorridos à época.

Conforme comenta Nilson Lautenschleger Jr.⁶⁰:

A edição, em 1992, pela comissão liderada pelo Sir Cadbury, do relatório sobre a investigação a respeito do sistema de governança das empresas inglesas- realizado a pedido dos principais atores do mercado de capitais londrino (...) como reação a uma série de escândalos ocorridos à época (Polly Peck, BCCI, Maxwell) - é tida como o marco oficial da história recente da governança corporativa, por conta da sua ampla ressonância no mercado de capitais internacional.

A partir de então, de acordo com Bengt Hallqvist⁶¹, os princípios integrados de transparência, prestação de contas e equidade passaram a ser considerados pelos investidores, membros da sociedade e do mercado em geral, como sinal de que a empresa é administrada de forma responsável, segura e lucrativa.

O Relatório Cadbury continha diversas considerações sobre a função de controle e divulgação de informações sobre os órgãos de administração da companhia. Segundo constata Nilson Lautenschleger Jr.⁶², o Código de Boas Práticas constituía apenas um anexo ao mencionado relatório, contudo, era tido como seu principal elemento, contendo recomendações a respeito das funções e do aumento do poder do *Board of Directors*, sobre a necessidade de haver administradores independentes (*non-executive directors*), sobre a

⁶⁰ LAUTENSCHLEGER Jr., Nilson. Os desafios propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro - ensaio de uma reflexão crítica e comparada. São Paulo. Malheiros, 2005. p. 35.

⁶¹ HALLQVIST, Bengt, A História do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa- IBGC. São Paulo. IBGC, 2002. p.9.

⁶² LAUTENSCHLEGER Jr., Nilson. opt. cit. p. 35.

organização e funcionamento do *Board*, tais como limitação do mandato para dois anos e criação de comitês de controle.

Como se pode notar, desde o início das discussões sobre governança corporativa e as primeiras recomendações sobre suas melhores práticas, o Conselho de Administração, sua independência e atuação dentro da administração da companhia, sempre foram foco das considerações dos estudiosos sobre esse tema, em razão da sua importância como ferramenta de controle sobre os atos praticados pelos administradores.

Seguindo a tendência inaugurada pelo Relatório Cadbury, diversos outros códigos foram publicados em países da Europa, tais como Alemanha, França, Itália, Países Baixos e Espanha e também no continente americano, como nos Estados Unidos. Em âmbito supranacional, surgiram também diretrizes publicadas pela *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) e *International Corporate Government Network* (ICGN).

O Brasil também seguiu essa tendência, e segundo anota Bengt Hallqvist⁶³ “sentindo necessidade de distanciar a imagem preconceituosa de uma economia obscura e cheia de corrupção”, e visando atrair investimentos internacionais, criou em 1995, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, IBGC.

O IBGC, inicialmente criado como uma associação de empresários para discutir e difundir idéias relacionadas aos temas envolvendo Governança Corporativa, passou a ter grande influência no mercado nacional quando da criação e publicação do primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, em maio de 1999.

Esse Código e suas posteriores atualizações e adaptações, usaram como fonte as diretrizes básicas de governança já publicadas em outros países, tendo em vista a pretensão universalista dos códigos de melhores práticas que visam reconhecimento da eficácia de suas diretrizes pelo mercado internacional.

⁶³ HALLQVIST, Bengt. opt. cit. p. 10.

Em razão da sua abrangência, os Códigos publicados pelo IBGC serviram como alicerce para a criação dos segmentos de mercado com níveis diferenciados de governança corporativa⁶⁴ pela Bolsa de Valores de São Paulo, hoje BM&FBOVESPA, e também na criação da Cartilha de Governança Corporativa pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2002.

Ainda, segundo bem observa Nislon Lautenschleger Jr.⁶⁵ algumas medidas governamentais também foram tomadas posteriormente no Brasil para incentivar a adoção pelas empresas de práticas de governança corporativa, como a permissão dos fundos de pensão investirem maior volume de recursos em ações de empresas que cumprem com essas regras e que estão listadas nos seguimentos da BM&FBOVESPA.

Nesse sentido, a Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 3121 de 25 de setembro de 2003, em seu Regulamento anexo que consolida as normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar, prevê em seu artigo 25 que:

Art. 25. Os recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar aplicados nas diversas carteiras que compõem o segmento de renda variável subordinam-se aos seguintes limites:

I- até 50% (cinquenta por cento), no conjunto dos investimentos;

II- relativamente aos investimentos incluídos na carteira de ações em mercado (art. 20):

a) até 50% (cinquenta por cento), no caso de ações de emissão de companhias que, em função de adesão aos padrões de governança societária definidos conforme Anexos I e II a este regulamento por bolsa de valores ou entidade mantenedora de mercado de balcão organizado credenciada na Comissão de Valores Mobiliários, sejam admitidas à negociação em segmento especial por essas mantido nos moldes do Novo Mercado e do Nível 2 da Bovespa;

⁶⁴ Conforme define a própria BMF/BOVESPA nos folhetos que definem os procedimentos para registro nos Níveis de Governança: “Implantados em dezembro de 2000 pela antiga Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2 – são segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Embora tenham fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados 1 e 2 destinam-se a empresas que já possuem ações negociadas na atual Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA).” Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_Nivel1.pdf. Acesso em 20 de Dezembro de 2010.

⁶⁵ LAUTENSCHLEGER JR. Nislon. opt. cit. p. 37.

b) até 45% (quarenta e cinco por cento), no caso de ações de emissão de companhias que, em função de adesão aos padrões de governança societária definidos - conforme Anexo II a este regulamento - por bolsa de valores ou entidade mantenedora de mercado de balcão organizado credenciada na Comissão de Valores Mobiliários, sejam classificadas nos moldes do Nível 1 da Bovespa; (...)

Sendo assim, o mercado brasileiro passou a adotar medidas de governança corporativa, visando atrair investimentos, sendo atualmente, considerado pelos investidores estrangeiros como o país emergente com melhor forma em termos de Governança Corporativa, se comparado com Índia, Coreia do Sul e China⁶⁶, fato que por si só demonstra o amadurecimento constante do mercado de capitais nacional.

É importante ressaltar que o conceito de *corporate governance* surgiu nos países de língua anglo-saxônica, sendo que a expressão Governança Corporativa, para exprimir em vernáculo nacional os mesmos conceitos, foi fruto de uma tradução livre da palavra em inglês.

Tal fato foi criticado por alguns doutrinadores que defendem que essa tradução não logrou observar os rigores técnicos e conceituais da expressão em inglês, posto que a palavra corporativa não exprime o sentido técnico da palavra em inglês *corporate*, que abrange o sentido geral de organização empresarial.

Segundo Carlos Eduardo Vergueiro⁶⁷, a expressão *corporate governance* serve para identificar as formas pelas quais as sociedades são administradas e supervisionadas para atingir determinados valores, como a valorização dos interesses dos acionistas, portanto, segundo esse autor, em que pese o amplo uso em diversos materiais publicados no Brasil da expressão Governança Corporativa, a tradução correta visando exprimir o conceito inerente à palavra, seria Governança Societária.

Marcelo Von Adamek⁶⁸ também criticando a tradução livre do termo *corporate governance* para a expressão governança corporativa, exemplifica que na Alemanha, até

⁶⁶ Segundo enquete eletrônica realizada em um painel ocorrido durante a Conferência Anual de 2010 da *International Corporate Governance Network* (ICGN), onde o Brasil ganhou como o país emergente com a melhor governança, com 71% dos votos dos participantes. (vide encarte especial sobre Governança Corporativa da Revista Capital Aberto, Julho de 2010, p. 09 e 10.

⁶⁷ VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordos de Acionistas e Governança Corporativa das Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.p.64.

⁶⁸ VON ADAMEK. Marcelo. opt. cit. p. 115.

mesmo o legislador adotou a expressão inglesa, sem, no entanto, tentar traduzi-la. Na Itália, refere-se a “governo dell’ impresa” ou governo societário. Ainda, acrescenta que

No Brasil, uma péssima tradução literal fez vingar a expressão governança corporativa que, a rigor é inexpressiva. “Governança” é sinônimo de governo, quando não de “intendência”. Corporativa é o adjetivo utilizado para designar aquilo que é relativo às corporações, palavra essa que, juridicamente, tem sentido bastante diverso (agremiação ou união de pessoas subordinada a uma regra, estatuto ou compromisso) e que apenas por meio da tradução homófona do termo norte-americano “corporation” estaria a designar as sociedades anônimas (lembre-se, a propósito que o direito no inglês, a palavra “corporation” não designa apenas as anônimas). Em Portugal assim alude-se, com maior propriedade, a “corporate governance” ou “governo das sociedades”.

Em que pese os argumentos válidos trazidos por aqueles que criticam o uso da expressão Governança Corporativa como tradução do conceito de *Corporate Governance*, neste trabalho utilizaremos a expressão tal qual está consolidada, pois, entendemos que, conforme defende Nilson Lautenschleger⁶⁹, “Pode-se, por derivação, aceitar Governança Corporativa, sem a ressalva da perpetuação de um erro histórico. Prefere-se enxergar a expressão como enriquecimento do idioma e não como tradução abstrusa.”

2.2. Orientações sobre as melhores práticas para Conselho de Administração no Brasil

2.2.1. Importância da análise sobre as orientações aplicáveis ao Conselho de Administração

As regras e orientações sobre as melhores práticas de governança corporativa, não possuem força de lei e não são obrigatórias aos agentes de mercado. Contudo, conforme bem observa Nilson Lautenschleger Jr.⁷⁰, tais regras podem possuir efeito cogente quando impostas por determinados fundos de investimento, por exemplo, como condições de aporte de capital ou quando tais empresas desejam lançar suas ações para negociação em bolsas estrangeiras.

⁶⁹ LAUTENSCHLEGER JR. Nilson, opt cit. p.30.

⁷⁰ LAUTENSCHLEGER JR. Nilson, opt cit. p.30.

Além disso, mesmo não tendo caráter legislativo, tais regras e orientações podem gerar expectativas de comportamento na comunidade empresarial como um todo e podem influenciar ou até mesmo obrigar os juízes ou árbitros a considerar tais regras durante a resolução de um litígio, em situações onde a lei, em razão de sua generalidade ou lacuna, permite a interpretação extensiva de seu conteúdo e o uso da equidade e costumes para fundamentar uma decisão judicial no caso concreto.⁷¹

As orientações gerais de governança corporativa, portanto, podem servir como base para uma decisão judicial ou arbitral, mesmo se as partes em disputa não optarem pela listagem nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA, ou mesmo se não possuírem quaisquer dessas provisões em seus documentos societários, tendo em vista que tais regras e orientações podem indicar uma tendência de comportamento de mercado que será interpretada pelo juiz como uma regra consuetudinária.

Sendo assim, é de suma importância o estudo e análise jurídica das recomendações gerais sobre as melhores práticas de governança corporativa, em especial no que tange ao Conselho de Administração, como forma de aprofundar o tema proposto no presente trabalho.

2.2.2. Principais recomendações aplicadas ao Conselho de Administração no Brasil

a) Função e responsabilidade do Conselho de Administração segundo as melhores práticas de Governança Corporativa

Conforme define o IBGC em seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa⁷², o Conselho de Administração é o principal componente do sistema de governança corporativa da companhia, pois sua principal função como órgão de governança é ser o elo entre a propriedade (acionistas) e a gestão (administração da companhia como um todo).

⁷¹ A utilização de princípios de governança corporativa para embasar decisões judiciais, já se faz presente nos julgamentos proferidos pelos Tribunais americanos. Vide item 2.3.3. deste trabalho.

⁷² Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. 4.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP : IBGC, 2009. 73 p. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>. Acesso em 15 de janeiro de 2011.

Sendo o órgão colegiado encarregado do processo de decisão em relação ao direcionamento estratégico dos negócios da sociedade, recebe também poder dos sócios para supervisionar a administração e orientá-los, visando sempre a relação da gestão da companhia com as demais partes interessadas.

Ainda, segundo a 4ª edição do Código de Melhores Práticas editado pelo IBGC (Código de Melhores Práticas):

O Conselho de Administração é o guardião do objeto social e do sistema de governança. É ele que decide os rumos do negócio, conforme o melhor interesse da organização.

Toda organização deve ter um Conselho de Administração eleito pelos sócios, sem perder de vista as demais partes interessadas, seu objeto social e sua sustentabilidade no longo prazo. O Conselho de Administração deve sempre decidir em favor do melhor interesse da organização como um todo, independentemente das partes que indicaram ou elegeram seus membros. (grifos nossos)

Como guardião do objeto social da companhia e também dos interesses de todas as partes envolvidas na condução dos negócios, resta claro que a natureza do Conselho de Administração é ser independente, ou seja, seus membros devem sempre atuar de forma independente no sentido amplo da palavra, visando primordialmente os interesses da Companhia como um todo e não apenas dos acionistas ou grupo de acionistas que os elegeram, prevenindo e administrando as situações de conflitos de interesses e divergências de opiniões, segundo também ressalta o IBGC em seu Código de Melhores Práticas.

Tal conceito geral de independência é a peça chave para analisar as responsabilidades e deveres desse órgão perante a companhia e seus *stakeholders* e não se confunde com o conceito de “Conselheiro Independente”, conforme será abordado adiante.

A independência geral do Conselho de Administração é, portando, um princípio basilar da Governança Corporativa, tendo em vista a função fiscalizatória e de orientação exercida por esse órgão, sem o qual a própria existência do Conselho na administração da

Companhia como órgão deliberativo, torna-se de eficácia questionável, conforme observou Modesto Carvalhosa.⁷³

Segundo orienta o IBGC em seu Código de Melhores Práticas, no exercício de sua função fiscalizatória, deve o Conselho de Administração apoiar e supervisionar continuamente a gestão da organização com relação aos negócios, aos riscos e às pessoas, e para isso, deve ter a liberdade de solicitar todas as informações necessárias ao cumprimento de suas funções, sem, contudo, interferir em assuntos operacionais da Companhia.

Logo, resta claro que uma das responsabilidades e papéis exercidos pelo Conselho de Administração, segundo as melhores práticas de Governança Corporativa, é avaliar o nível de risco que a organização pode aceitar na busca da realização de seus negócios e também atuar firmemente no monitoramento dos riscos trazidos com a realização das atividades pretendidas pela empresa, não obstante o fato dos conselheiros não participarem dos assuntos operacionais de forma direta.

Possuem, portanto, responsabilidade no que concerne à prevenção e monitoramento da exposição da companhia no mercado e devem assegurar que a Diretoria possa identificar preventivamente, por meio de um sistema de informações adequado, os principais riscos aos quais a organização está exposta, além da probabilidade de sua ocorrência, a exposição financeira relacionada a esses riscos, bem como certificar-se sobre as medidas e os procedimentos adotados para sua prevenção ou mitigação. Essa é a orientação exarada pelo IBGC em seu Código de Melhores Práticas com relação aos papéis exercidos pelo Conselho de Administração.

b) Composição do Conselho de Administração e qualificação de seus membros

Quando se menciona a forma de composição e eleição dos membros do Conselho de Administração, considerando as melhores práticas de governança corporativa, deve-se afastar

⁷³ CARVALHOSA, Modesto (opt.cit.), anota em comentário ao artigo 138 da Lei Acionaria sobre a existência do Conselho de Administração na Legislação pátria que “na realidade, nenhum desses fundamentos formalmente apresentados subsiste diante da universalmente conhecida inutilidade do Conselho de Administração como órgão decisório da companhia, conforme já enfatizava Trajano de Miranda Valverde. Se não tivesse, no caso específico brasileiro, uma especial utilidade, não se poderia mesmo justificar a instituição, entre nós, desse órgão, após ter sido ele, nos últimos anos, totalmente desmistificado quanto a sua real serventia para a administração da sociedade anônima. (...)”

de plano a idéia de representação *strictu sensu* pelos membros do Conselho de Administração de quaisquer das partes relacionadas.

Ainda, segundo o IBGC em seu Código de Melhores Práticas, o conselheiro deve cumprir seus deveres visando a organização como um todo, não estando, portanto, vinculado diretamente a representar interesses em nome de quaisquer das partes relacionadas, sejam acionistas, administradores ou empregados da companhia.

Sendo assim, conforme anotam Renée Adams, Benjamin Hermalin, e Michael Weisbach⁷⁴, a composição do Conselho de Administração afeta sua atuação e a forma pela qual sua composição é determinada, pode ser influenciada pelo desejo de afetar a atuação do Conselho de Administração sendo, portanto, critério de suma relevância para determinar a qualidade de governança desse órgão.

Seguindo essa premissa, as principais recomendações publicadas pelo IBGC em seu Código de Melhores Práticas no que tange à composição do Conselho, estão relacionadas principalmente a assuntos como diversidade, experiência e independência dos seus membros, conforme se pode verificar na leitura das principais recomendações que seguem resumidas abaixo:

(i) deve-se buscar diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento para que o órgão reúna as competências necessárias ao exercício de suas atribuições e criação de um ambiente que permita a livre expressão dos conselheiros;

(ii) O Conselho, como um colegiado, deve buscar reunir competências tais como, experiência de participação em outros Conselhos de Administração, gestão e controle de riscos além de conhecimentos técnicos na área financeira, contábil e jurídica;

⁷⁴ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2008, p. 44: “Boards of directors are difficult institutions to study. The two questions most asked about boards concern what determines their makeup, and what determines their actions. These questions are, however, fundamentally intertwined— the makeup of boards is interesting because it affects what the board does; and, consequently, their makeup is influenced by a desire to affect what they do.” ADAMS, Renée B.; HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S., *The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework & Survey*. Charles A. Dice Center Working Paper No.2008-21, 2008. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1299212. Acesso em 1 de Novembro de 2010.

(iii) O Conselheiro deve buscar alinhamento com os valores da empresa e deve ainda estar isento de conflito de interesse fundamental (não administrável, não pontual ou situacional, que seja ou se espere que seja permanente) e permanentemente.

(iv) O prazo do mandato do conselheiro não deve ser superior a 2 (dois) anos. A reeleição é desejável, mas não deve ocorrer de forma automática, devendo os critérios para a renovação estar expressos no Estatuto Social da organização ou no Regimento Interno do Conselho; e

(v) O número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. O recomendado é de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) conselheiros.

Ainda, no que tange a disponibilidade de tempo dos membros do Conselho e dedicação aos trabalhos relacionados, o IBGC em seu Código de Melhores Práticas também recomenda que a participação dos conselheiros em outros comitês ou conselhos seja limitada de acordo com a função que exercem dentro do órgão⁷⁵, evitando assim eventuais conflitos de interesses ou falta de tempo disponível para se dedicar à função de forma satisfatória.⁷⁶

A recomendação também vale para Conselheiros externos e/ou independentes que não exerçam outra atividade, nesse caso, é recomendável que eles participem de, no máximo, cinco conselhos. No mesmo sentido, o IBGC em seu Código de Melhores Práticas recomenda que presidentes executivos e presidentes de Conselho não devem exercer cargo de presidência de Conselho de outra organização (com exceção para entidades do terceiro setor), salvo se tratar-se de empresa coligada ou do mesmo grupo.

⁷⁵ Nessa matéria o IBGC assim dispõe: “É recomendável que esse limite observe as seguintes diretrizes: (i) O presidente do Conselho de Administração poderá participar como conselheiro de, no máximo, dois outros conselhos; (ii) Conselheiros externos e/ou independentes que não tenham outra atividade poderão participar de, no máximo, cinco conselhos; (iii) Executivos seniores poderão participar como conselheiros de apenas uma organização, salvo se tratar-se de empresa coligada ou do mesmo grupo; (iv) Conselheiros internos e/ou diretor-presidente poderão participar de, no máximo, um outro Conselho, salvo se tratar-se de empresa coligada ou do mesmo grupo;

⁷⁶ Tal recomendação se justifica pelo fato de que, um conselheiro atuando para diversas empresas, afeta significativamente a qualidade da governança exercida por essas companhias. Trata-se do fenômeno conhecido como *Board Interlocking*. Vide comentários específicos sobre esse tema no capítulo 4 do presente trabalho.

Da mesma forma, visando manter a independência da função fiscalizatória do Conselho de Administração da função executiva e operacional dos membros da diretoria, para que não haja concentração de poder em prejuízo da supervisão adequada da gestão, o IBGC recomenda em seu Código de Melhores Práticas que as funções de presidente do Conselho e diretor-presidente não devem ser exercidas pelas mesmas pessoas.

O IBGC em seu Código de Melhores Práticas recomenda também que o diretor-presidente não seja membro do Conselho de Administração, mas que deva participar das reuniões de Conselho como convidado “para prestar informações, expor suas atividades ou apresentar opiniões sobre assuntos de sua especialidade”, sendo vedada sua participação no momento da deliberação.

c) Conselheiros independentes, externos e internos

Conforme salientado anteriormente, é imprescindível para as práticas de boa governança que os conselheiros ajam de forma independente, buscando sempre os interesses da companhia. No mesmo sentido, recomenda o IBGC em seu Código de Melhores Práticas que “o conselheiro deve buscar a máxima independência possível em relação ao sócio, ao grupo acionário ou à parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo e estar consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade se refere à organização”.

Ainda, o IBGC em seu Código de Melhores Práticas classifica os conselheiros quanto a sua independência, em três classes: (i) Independentes: conselheiros que não possuem qualquer vínculo com a companhia, exceto participação acionária irrelevante, como forma de cumprir exigência legal; (ii) Externos: conselheiros que não têm vínculo atual com a organização, mas não são independentes; e (iii) Internos: conselheiros que são diretores ou empregados da companhia.

O conceito de independência dos membros do conselho, no sentido se sua atuação independente em relação a quem os indicou ou elegeu e a outros membros da administração da companhia, difere do conceito de Conselheiro Independente que é determinado pela união de diversas características objetivas definidas pelo IBGC em seu Código de Melhores Práticas,

sempre no sentido desse conselheiro não possuir qualquer vínculo com a companhia que possa de alguma forma influenciar sua decisão ou poder de fiscalização.

Segundo define o IBGC⁷⁷, o conselheiro independente caracteriza-se por:

- (i) Não ter qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante no capital;
- (ii) Não ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ligado a organizações relacionadas ao sócio controlador;
- (iii) Não estar vinculado por acordo de acionistas;
- (iv) Não ter sido empregado ou diretor da organização (ou de suas subsidiárias) há pelo menos, 3 (três) anos;
- (v) Não ser ou ter sido, há menos de 3 (três) anos, conselheiro de organização controlada;
- (vi) Não estar fornecendo, comprando ou oferecendo (negociando), direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à organização em escala relevante para o conselheiro ou a organização;
- (vii) Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da organização;
- (viii) Não receber outra remuneração da organização, além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de participação não relevante no capital estão excluídos desta restrição);
- (ix) Não ter sido sócio, nos últimos 3 (três) anos, de firma de auditoria que audite ou tenha auditado a organização neste mesmo período;
- (x) Não ser membro de entidade sem-fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da organização ou de suas partes relacionadas;
- (xi) Manter-se independente em relação ao CEO;
- (xii) Não depender financeiramente da remuneração da organização.

Ainda, para uma boa prática de governança corporativa o IBGC recomenda que o “conselho seja composto apenas por conselheiros externos e independentes”, e destaca sua importância e relevância “no contexto de uma organização em que não há controle definido e as ações estão pulverizadas. Neste caso, a gestão da organização passa a ter um papel predominante, que deve ser contrabalançado pela maior presença de membros independentes no Conselho.”

⁷⁷ IBGC. 4ª Edição do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. p.37.

Logo, pela análise das recomendações de boas práticas, temos que, para a atuação do Conselho de Administração ser efetiva segundo a melhor governança, e para que este órgão possa exercer seu papel de fiscalização com equidade e eficiência, o Conselho de Administração deve contar tanto com a atuação independente de seus membros quanto com a presença de Conselheiros Independentes, tendo como objetivo único, segundo anota o IBGC “preservar e criar valor para a organização como um todo”.

Mesmo sendo a independência dos membros do Conselho um item essencial à qualidade das boas práticas de governança exercidas pelas empresas, conforme recomendado pelo código de boas práticas brasileiro e também pelos principais códigos estrangeiros, segundo pesquisa realizada em 2005 com companhias Brasileiras de capital aberto, Bernard Black, Antonio Gledson de Carvalho e Erica Gorga⁷⁸ concluíram que “(..) A independência do Conselho é uma área de notável fraqueza: os conselhos de muitas empresas brasileiras são compostos inteiramente ou quase inteiramente pelos representantes das famílias ou grupos controladores. (...)”

Tal constatação reflete uma característica específica do mercado brasileiro onde maioria das empresas listadas em bolsa não possui capital disperso, tendo seu controle vinculado a uma pessoa ou a um grupo de pessoas ou empresas, o que dificulta a composição de um conselho totalmente independente (no sentido de atuação independente e indicação de membros independentes) e coloca em cheque sua eficácia.

Ainda considerando essa característica peculiar do mercado brasileiro, outra pesquisa elaborada por Bernard Black, Antonio Gledson de Carvalho e Erica Gorga⁷⁹ constatou que a presença de conselheiros independentes no Conselho de Administração possui efeito contrário no Brasil quando comparado com os demais mercados emergentes, ou seja, empresas que possuem Conselheiros Independentes em seus quadros, ao invés de agregar valor à companhia no Brasil, são vistos de forma negativa pelo mercado a depender das medidas de independência desses conselheiros.

⁷⁸ BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antônio Gledson; GORGA, Érica Cristina Rocha. A Governança Corporativa das Empresas Brasileiras com Controle Privado Nacional. Revista Brasileira de Finanças, v. 7, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1528183>. Acesso em 17 de fevereiro de 2010. p.40.

⁷⁹ BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antônio Gledson; GORGA, Érica Cristina Rocha. Does One Size Fit All in Corporate Governance? Evidence from Brazil. Northwestern University School of Law, Law and Economics Research Paper No. 09-20; University of Texas Law School Law and Economics Research Paper No. 152; University of Texas, McCombs School of Business, Working Paper No. FIN-14-09, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1434116>. Acesso em 06 de fevereiro de 2010. p.26.

Questionando também a validade da universalidade das normas de governança e seu impacto no valor das companhias, Bernard Black, Antonio Gledson de Carvalho e Erica Gorga anotam que

Em resumo, o nível de governança corporativa das companhias parece ser relevante na definição do valor de mercado da empresa, mas quais aspectos de governança realmente são relevantes para essa valoração, variam substancialmente entre os países. As características mais comuns de governança que influenciam o valor de mercado das empresas, conforme constatam estudos realizados em diferentes países, são os níveis de Transparência e independência do conselho de administração. Nenhum desses resultados prevalece no Brasil. (Tradução e grifos nossos)⁸⁰

Sendo assim, em que pese a constante evolução das práticas de governança no Brasil, o reconhecimento da eficácia da atuação do Conselheiro Independente, ainda parece não estar consolidada no mercado brasileiro como prática de boa governança corporativa. Tais questionamentos serão abordados de forma mais aprofundada nos itens subsequentes deste trabalho.

2.3. Direito Comparado - *Corporate Governance* nos Estados Unidos e Europa

Conforme mencionado acima, os sistemas de governança corporativa no mundo tendem a ser semelhantes quanto às melhores práticas recomendadas, em que pese a necessidade de adequação ou flexibilidade dessas regras de acordo com as características e peculiaridades dos sistemas normativos de cada país.

Segundo anota Nislon Lautenschleger Jr.⁸¹, há uma clara separação entre os países marcados por um mercado de capitais desenvolvido, nos quais o controle acionário das empresas, em sua maioria, está disperso no mercado, como nos Estados Unidos e Reino Unido, daqueles onde o desenvolvimento do mercado de capitais é mais incipiente, prevalecendo uma estrutura de capital marcada pela concentração de controle, como no Brasil.

⁸⁰ Conforme anotam Bernard Black, Antonio Gledson de Carvalho e Erica Gorga (opt.cit. “Does one size fits...” p. 26): “In short, firm- level governance appears to matter, in predicting firm market value, but which aspects of governance matter appears to vary substantially across countries. The principal regularities from cross-country studies are that disclosure and board independence predict firm market value. Neither result stands up in Brazil.”

⁸¹ Lautenschleger Jr. Nislon. opt.cit. p. 45.

Contudo, é importante notar que muitas regras e orientações que surgiram como ferramenta de governança nos mercados desenvolvidos, principalmente Reino Unido e Estados Unidos, servem como inspiração e padrão para os demais mercados, o que gera uma aproximação prática dos conceitos adotados, principalmente no que tange às orientações gerais envolvendo o Conselho de Administração, que é comparado ao *Board of Directors* americano e britânico.

Não obstante as diferenças encontradas entre as funções exercidas pelos *Boards* na legislação societária desses países⁸², bem como as diferentes características do mercado de capitais dessas jurisdições, como forma de fazer uma análise comparativo-ilustrativa e trazer ao debate o tema proposto no presente trabalho, destacaremos abaixo as recomendações gerais de governança aplicadas aos Conselhos de Administração nos mercados americano e britânico, sem que se pretenda fazer um estudo comparativo profundo entre os sistemas de governança desses países.

2.3.1. Governança Corporativa no Reino Unido e conselheiro independente

Conforme anota Milton Nassau Ribeiro⁸³, as companhias abertas no Reino Unido, diferentemente do que ocorre no Brasil, tem sua composição de capital caracterizada pela pulverização das ações no mercado. Os fatores que motivaram o surgimento dos conceitos de governança corporativa no Reino Unido foram, em semelhança com o que ocorreu nos Estados Unidos, impulsionados pela ocorrência de diversos escândalos financeiros e corporativos na década de 80 e início da década de 90, conforme já mencionado.

Assim, a primeira versão do “*UK Code on Corporate Governance*” (Código) foi produzida em 1992 pelo *Cadbury Committee*. As versões revisadas desse código surgiram em 2005, 2007 e 2010.

⁸² Um exemplo dessa diferença, conforme citado por Nislon Lautenschleger Jr. (opt. cit. p.52), é que o *Board* americano, diferentemente do Conselho de Administração no Brasil, tem poderes de administração que somente cabem aos *officers* (diretores) por delegação, é, portanto, um órgão executivo.

⁸³ RIBEIRO. Milton Nassau. Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa. São Paulo. Quartier Latin do Brasil: 2007. p.26.

A definição clássica de Governança Corporativa segundo os princípios adotados pelo mercado do Reino Unido, possui a mesma redação desde a primeira versão do Código⁸⁴ editada em 1992 e confirma especial importância dada ao Conselho de Administração na aplicação das práticas de governança:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. Os Conselhos de Administração são responsáveis pela governança de suas empresas. O papel dos acionistas na governança é eleger os conselheiros e os auditores, e certificar que um sistema de governança apropriado existe em sua empresa. As responsabilidades do conselho incluem definir os planos estratégicos da empresa, fornecendo tais planos aos líderes para que esses os coloquem em prática, supervisionando a administração dos negócios e reportando aos acionistas. As ações do conselho estão sujeitas às leis, regulamentos e às decisões tomadas pelos acionistas nas assembleias gerais. (tradução e grifo nossos)⁸⁵

Ainda, segundo define o Código, “O objetivo da governança corporativa é facilitar a efetiva administração prudente de negócios de forma que se possa realizar o sucesso de longo prazo da companhia.” (tradução nossa)⁸⁶.

Sendo assim, tem-se que o objetivo maior das práticas de governança corporativa naquele mercado é garantir sobrevivência da empresa ao longo do tempo, o que demonstra preocupação com sua função social, tendo em vista os impactos negativos na economia gerados pelos escândalos financeiros ocorridos no passado.

Em que pese tal preocupação, uma prática interessante adotada pelo Código como forma de flexibilizar a aplicação de algumas das regras de governança e visando atender às peculiaridades específicas de cada empresa, é o sistema de “*comply or explain*” (pratique ou explique), característico da governança do Reino Unido.

⁸⁴ UK Corporate Governance Code. June 2010. Disponível em <http://www.frc.org.uk/corporate/reviewcombines.cfm>

⁸⁵ Segundo o UK Code, 2010: “Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company’s strategic aim, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board’s actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting.”

⁸⁶ Segundo UK Code, 2010: “The purpose of corporate governance is to facilitate effective, entrepreneurial and prudent management that can deliver the long-term success of the company.”

Esse sistema é uma alternativa por meio da qual a empresa pode justificar o porquê de não seguir uma determinada regra recomendada de governança em circunstâncias especiais. Para que o sistema de *comply or explain* seja aceito, a empresa que não cumpre determinada regra deverá atingir o mesmo resultado de boa governança de outra forma, e também deverá expor as razões para seu não cumprimento, explicando claramente o posicionamento aos acionistas, que poderão discuti-la.

O sistema de *comply or explain* permite que as empresas justifiquem com transparência suas práticas de governança, dando flexibilidade na aplicação dessas regras que podem não ser efetivas a depender das características individuais de uma determinada companhia. Também dá oportunidade aos acionistas de questionar as explicações, caso não se sintam confortáveis com a prática adotada pelo *Board*.

Esse sistema ainda não é adotado no Brasil por ausência de regulamentação sobre o tema. Segundo observa Luciana Del Caro⁸⁷, caso existisse, exigiria que as empresas viessem a público para prestar conta de suas escolhas de governança, dando aos investidores uma maior capacidade de entender as companhias e melhorar sua análise.

Com relação à composição do *Board* e suas principais funções, o Código ressalta que o *Board* é o órgão responsável por garantir o sucesso de longo prazo da empresa, definindo controles que permitam avaliação e administração de riscos, estruturando estratégias, recursos financeiros e humanos e definindo os valores e padrões da companhia. Além disso, da mesma forma que o Código de Governança brasileiro, o Código estabelece que os conselheiros devam sempre agir considerando os melhores interesses da empresa, sendo consistentes com seus deveres estatutários.

Interessante notar também, que o Código define uma divisão de responsabilidades entre os membros que exercem funções executivas na companhia, e os que definem estratégias, ressaltando que nenhum indivíduo deverá ter amplos poderes de decisão individualmente.

⁸⁷ DEL CARO, Luciana. Caminhos Alternativos. Revista Capital Aberto, Governança Corporativa - Edição Especial. São Paulo, Ano 2, n 18. Julho 2010. p.22

Deverá haver uma clara divisão das responsabilidades na gerencia da companhia entre o comando do *Board* e a responsabilidade executiva de gerenciar os negócios da companhia. Nenhuma pessoa individualmente pode ter poderes irrestritos de decisão. (tradução nossa)⁸⁸

Com relação às características individuais dos conselheiros, da mesma forma que as orientações brasileiras, o Código destaca ainda que o *Board* e seus comitês devem possuir um equilíbrio apropriado entre habilidades, experiência, independência e conhecimento da companhia, como forma de cumprir seus deveres de forma eficaz.

Ainda, como forma de buscar a independência do *Board* e não concentração individual de poder na companhia, o Código recomenda que o *Board* seja composto por membros executivos e não executivos da empresa, dando destaque aos membros independentes que devem ser pelo menos metade do conselho:

O conselho deve incluir uma combinação apropriada de membros executivos e não executivos (e, em particular, membros não executivos independentes) de forma que nenhum indivíduo ou pequeno grupo de indivíduos possa dominar o processo de decisão do conselho. (...) Exceção feita para companhias pequenas, ao menos metade dos membros, excluindo o presidente, deve ser composto de conselheiros não executivos que sejam determinados pelo conselho como independentes. Uma companhia menor deve ter ao menos dois conselheiros não-executivos que sejam independentes. (tradução e grifo nossos)⁸⁹

Com relação aos conselheiros independentes, o Código ressalta que esses membros devem ser identificados nos relatórios anuais da companhia. Ainda, imputa ao próprio órgão a responsabilidade de determinar quando tal membro é realmente independente a ponto de que suas características individuais possam afetar o seu julgamento nas decisões de negócio.

Assim, para que se possa realizar a análise de independência, o Código define em regras gerais que um conselheiro não é independente quando:

⁸⁸ There should be a clear division of responsibilities at the head of the company between the running of the board and the executive responsibility for the running of the company's business. No one individual should have unfettered powers of decision. (UK Code, 2010. p.6)

⁸⁹ Segundo consta no UK Code 2010, p.12: "The board should include an appropriate combination of executive and non-executive directors (and, in particular, independent non-executive directors) such that no individual or small group of individuals can dominate the board's decision taking. (...) Except for smaller companies, at least half the board, excluding the chairman, should comprise non-executive directors determined by the board to be independent. A smaller company should have at least two independent non-executive directors."

- (i) Has, or has had within the last three years, a material business relationship with the company either directly, or as a partner, shareholder, director or senior employee of a body that has such a relationship with the company;
- (ii) has received or receives additional remuneration from the company apart from a director's fee, participates in the company's share option or a performance-related pay scheme, or is a member of the company's pension scheme;
- (iii) has close family ties with any of the company's advisers, directors or senior employees;
- (iv) holds cross-directorships or has significant links with other directors through involvement in other companies or bodies;
- (v) represents a significant shareholder; or
- (vi) has served on the board for more than nine years from the date of their first election. (grifo nosso)

Interessante notar que não é considerado independente, o membro do *Board* que “representa” um acionista que possui participação significativa no capital social da companhia.

2.3.2. Governança Corporativa nos Estados Unidos e conselheiro independente

Da mesma forma que no Reino Unido, o movimento de Governança Corporativa nos Estados Unidos surgiu como resposta às crises econômicas e corporativas que ocorreram no mercado de capitais desse país nas décadas de 1990 e 2000, causando grande prejuízo à economia mundial e trazendo enorme insegurança aos mercados como um todo.

O sistema de governança corporativa Norte Americano é formado por um conjunto de leis estaduais e federais e também por regulamentos emitidos por instituições de supervisão que tem por objetivo monitorar a conduta dos administradores e suas empresas em nome dos investidores e do mercado.

Assim como no Reino Unido, o centro desse sistema é o *Board of Directors* e também os profissionais externos responsáveis pela auditoria e assessoria jurídica. As principais entidades fiscalizadoras são a *Security Exchange Commission* (SEC), a Bolsa de Nova York (NYSE) e *Nasdaq Stock Market, Inc.* (Nasdaq), além dos tribunais estaduais.

O início dos anos 90 é essencial para entender como se desenvolveu o sistema de governança nos Estados Unidos, pois, naquela época, as maiores empresas americanas estavam perdendo mercado para os concorrentes alemães e japoneses, o que gerou forte desvalorização das ações dessas empresas.

Com o mercado pulverizado, nessas circunstâncias, os investidores passaram a pressionar os líderes empresariais para aumentar o desempenho das empresas, pressionando uma participação mais ativa dos *Boards* na administração das companhias. Esse movimento influenciou fortemente os princípios de governança corporativa em geral nos Estados Unidos, mais especificamente, a conduta dos *Boards* perante os acionistas, definindo então seu papel nas práticas de governança corporativas daquele mercado.

Ainda, em que pese o desenvolvimento da governança corporativa nos Estados Unidos durante a década de 90, em razão da constante mudança da economia e do mercado americano, com o “boom” das empresas ponto.com no final da década de 90, o sistema de governança vigente não foi suficiente para prevenir os escândalos que ocorreram em 2002.

Sendo assim, o governo americano respondeu à crise com a promulgação do *Sarbanes-Oxley Act* e o mercado de Wall Street com os novos requerimentos de listagem em bolsa editados pela NYSE e Nasdaq.

Segundo observa Jay Lorsch⁹⁰, as regras do Sarbanes-Oxley têm como foco a independência dos membros do *Board* nos comitês de auditoria, enquanto os requerimentos de listagem vão além e exigem que os *Boards* possuam uma maioria de membros independentes:

While Sarbanes-Oxley focused primarily on auditing and financial reporting, the changes in the stock exchange listing requirements aimed, more broadly, at improving board room practices. What the reforms have in common, however, is the demand for independent directors on the board. In this circumstance, directors are defined as independent if they have no conflicts of interest between their duties as directors and any other current or recent activities. Sarbanes-Oxley focused on independent directors on audit committees. The listing requirements go further and mandate that boards of directors have a majority of independent directors. These independent

⁹⁰ LORSCH, Jay W. A progress report on US Corporate Governance. Disponível em http://www.wilsoncenter.org/topics/pubs/OneIssueTwoVoices_5.pdf. acesso em 15 de janeiro de 2011.

directors must not only be on the audit committee but must also determine CEO compensation and nominate members of the board. As a result, the typical U.S. board includes only one or two members of management. Although there are some differences between the listing requirements of the NYSE and NASDAQ, they both reflect many of the best practices measures for boards that evolved during the 1990s.

Nessa esteira de pensamento, as recomendações da NYSE⁹¹ e também da Nasdaq⁹² definem conselheiro independente como sendo “um membro que não possui qualquer relação material com a companhia, diretamente ou como sócio, acionista ou diretor de uma organização que possua relação com a companhia”. (tradução nossa)⁹³ ou “uma pessoa, que não seja diretor ou empregado da companhia ou de suas subsidiárias, ou qualquer outro indivíduo que possua uma relação que, na opinião do Conselho, possa interferir no exercício do julgamento independente durante a execução de seus deveres como membro do conselho.” (tradução nossa)⁹⁴.

Ainda, NYSE lista objetivamente os critérios para classificar o membro do conselho como independente:

- (i) No director who is a former employee of the listed company can be “independent” until five years after the employment has ended;
- (ii) No director who is, or in the past five years has been, affiliated with or employed by a (present or former) auditor of the company (or of an affiliate) can be “independent” until five years after the end of either the affiliation or the auditing relationship;
- (iii) No director can be “independent” if he or she is, or in the past five years has been, part of an interlocking directorate in which an executive officer of the listed company serves on the compensation committee of another company that employs the director;

⁹¹ New York Stock Exchange Corporate Accountability and Listing Standards. June 6, 2002. Disponível em <http://www.nyse.com/>. Acesso em 6 de julho de 2010.

⁹² THE NASDAQ STOCK MARKET, INC. Corporate Governance Rules 4200, 4200A, 4350, 4350A, 4351, and 4360 and Associated Interpretative Material . April 15, 2004. Disponível em www.nasdaq.com/about/CorporateGovernance.pdf. Acesso em 23 de julho de 2010.

⁹³ NYSE, 2002, p.6. “No director qualifies as “independent” unless the board of directors affirmatively determines that the director has no material relationship with the listed company (either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company).”

⁹⁴ NASDAQ (2004) p. 1 “Independent director means a person other than an officer or employee of the company or its subsidiaries or any other individual having a relationship, which, in the opinion of the company's board of directors, would interfere with the exercise of independent judgment in carrying out the responsibilities of a director.”

(iv) Directors with immediate family members in the foregoing categories must likewise be subject to the five-year “coolingoff” provisions for purposes of determining “independence.”

Nasdaq também enumera critérios objetivos e determina que não podem ser considerados conselheiros independentes aqueles que:

(A) a director who is employed by the corporation or any of its affiliates for the current year or any of the past three years;

(B) a director who accepts any compensation from the corporation or any of its affiliates in excess of \$60,000 during the previous fiscal year, other than compensation for board service, benefits under a tax-qualified retirement plan, or non-discretionary compensation;

(C) a director who is a member of the immediate family of an individual who is, or has been in any of the past three years, employed by the corporation or any of its affiliates as an executive officer. Immediate family includes a person's spouse, parents, children, siblings, mother-in-law, father-in-law, brother-in-law, sister-in-law, son-in-law, daughter-in-law, and anyone who resides in such person's home;

(D) a director who is a partner in, or a controlling shareholder or an executive officer of, any for-profit business organization to which the corporation made, or from which the corporation received, payments (other than those arising solely from investments in the corporation's securities) that exceed 5% of the corporation's or business organization's consolidated gross revenues for that year, or \$200,000, whichever is more, in any of the past three years;

(E) a director who is employed as an executive of another entity where any of the company's executives serve on that entity's compensation committee.

Pela simples leitura comparativa dos critérios listados pelas bolsas de valores de Nova Iorque e Nasdaq, pelas regras de Governança do Reno Unido e também no Brasil, podemos notar uma semelhança nessas três jurisdições com relação aos critérios para avaliar se determinado conselheiro pode ou não ser considerado independente.

Logo, independentemente das especificidades de cada uma dessas recomendações, podemos inferir de uma forma resumida que existem três itens comuns e essenciais que devem ser analisados com profundidade para medir a independência do membro do conselho, quais sejam:

- (i) Subordinação: financeira ou empregatícia do conselheiro à companhia;
- (ii) Ligação familiar/ pessoal do conselheiro com a empresa; e/ ou
- (iii) Relação profissional duradoura que possa de alguma forma interferir exercício independente de sua função.

É pacífico o entendimento, portanto, que a existência de quaisquer dessas características pode comprometer o exercício independente da função do conselheiro, maculando assim o objetivo maior da existência desse órgão na companhia: o exercício do papel de fiscalização com equidade e eficiência, visando preservar a companhia e criar valor para a organização como um todo.

2.3.3. Análise de caso - Definição de “*Independence*” e seus impactos no papel exercido pelos conselheiros segundo os Tribunais de Delaware

Não apenas as características objetivas listadas pelos órgãos reguladores devem ser consideradas para avaliação da independência do conselheiro nos Estados Unidos. Casos recentes julgados na *State Court* do Estado de Delaware nos Estados Unidos, tiveram como foco principal analisar e discutir fatores que podem comprometer a independência dos conselheiros. Nessa análise, o Tribunal também considerou que tipo de ações os conselheiros independentes devem tomar para cumprir seu papel junto aos acionistas, avaliando assim se essas ações foram ou não apropriadas dentro de determinado contexto.

Neste tópico, analisaremos de forma sumária esses casos com base em informações trazidas por Maureen Brundage e Oliver Brahmst⁹⁵, como forma de ilustrar e exemplificar como as regras trazidas pela NYSE, NASDAQ e a *Sarbanes-Oxley Act of 2002* impactaram nas decisões proferidas pelo mais importante tribunal americano para questões corporativas.

⁹⁵ BRUNDAGE, Maureen S.; BRAHMST, Oliver C. Director independence: alive and well under Delaware Law. Global corporate governance guide 2004: best practice in the boardroom. Londres-Inglaterra: Globe White Page, 2004. p.116-120

Maureen Brundage e Oliver Brahmst anotam que a importância da independência dos membros do conselho de administração (*Board of Directors*) não é um conceito novo. Há muito tem sido pedra fundamental da Lei Estadual de Delaware no que tange aos princípios de governança corporativa. Assim, as decisões e discussões de casos envolvendo empresas baseadas em Delaware, servem como base para definir padrões de independência e conduta dos conselheiros no mercado americano.⁹⁶

Ainda, os mesmos autores ressaltam que os conselheiros devem revisar cuidadosamente essas decisões em complemento às novas regras de governança corporativa trazidas pela *Sarbanes-Oxley Act* para avaliar seu impacto nos papéis exercidos por eles nas companhias e a potencial responsabilização que essas novas regras podem trazer aos administradores.

Da mesma forma, entendemos ser de suma importância para o direito brasileiro uma análise paralela dessas decisões como forma de visualizar, tendo como base um mercado de capitais mais avançado, como essas orientações de governança podem impactar na responsabilização dos administradores no processo decisório diário das corporações, bem como podem influenciar as decisões proferidas pelo Poder Judiciário quando analisar litígios envolvendo questões corporativas.

Analisaremos abaixo os resultados dos julgamentos dos casos envolvendo Oracle Corporation, Martha Stewart Living Omnimedia, Inc., e The Walt Disney Company.

2.3.3.1. Definição de “Independence”: casos envolvendo Oracle Corporation e Martha Stewart Living Omnimedia, Inc.

No caso envolvendo a Oracle Corporation⁹⁷, a *Court Of Chancery Of The State Of Delaware* negou um pedido feito pelo Comitê Especial do *Board of Directors* da Oracle que recomendou que a *Court* desconsiderasse uma ação derivada envolvendo alguns membros do

⁹⁶ Maureen Brundage e Oliver Brahmst (opt.cit.) anotam que: “Nevertheless, the importance of director independence is not a new concept. It has long been a cornerstone of Delaware state Law dealing with corporate governance. Some recent decisions involving well-known Delaware corporations serve to remind us of the role of Delaware law still plays in determining standards of director independence and conduct.”

⁹⁷ Oracle Corp. Derivative litigation. Consolidated C.A. No. 18751 Date Decided: November 24, 2004. Disponível em <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=54350>. Acesso em 20 de Dezembro de 2010.

Board por suspeita de *insider trading*. O Comitê havia conduzido uma investigação sobre as alegações de prática de *insider trading* por esses membros e concluiu que a companhia não deveria seguir com a ação contra os acusados.

Contudo, a *Court* entendeu que o Comitê não cumpriu com o ônus de demonstrar que não havia controvérsia sobre sua independência em relação aos conselheiros investigados. Dois dos membros do Comitê que investigaram as práticas do *Board* eram professores da Universidade de Stanford, sendo que dois dos investigados também possuíam cargos importantes na mesma Universidade.

Segundo pontuam Maureen Brundage e Oliver Brahmast, mesmo tendo o Tribunal considerado o relatório emitido pelo Comitê muito consistente, o Tribunal foi muito crítico com relação à falha do Comitê em reportar ou investigar a profundidade dos laços mantidos pelos diversos membros do Board com a Universidade de Stanford e conseqüentemente, sua falha em analisar os impactos desses laços com a independência do Comitê e a imparcialidade do relatório.

Nesse sentido, o Tribunal entendeu que não apenas o interesse financeiro pode prejudicar a independência de um membro do *Board*, mas também a existência de relacionamentos pessoais ou qualquer outro relacionamento substancial pode também, de alguma forma, prejudicar a capacidade do membro do *Board* de tomar decisões baseadas unicamente no melhor interesse da companhia.

Tendo em vista esse resultado, Maureen Brundage e Oliver Brahmast analisando o caso comentam que a decisão do Tribunal de prosseguir com a ação contra os membros do *Board* surpreendeu, não por não ter seguido os padrões de julgamento e aplicação das regras de governança anteriores, mas pelo rigor da aplicação dessas regras no caso concreto, ainda mais considerando que esses membros do comitê eram altamente qualificados para agir de forma objetiva nas investigações e abriram mão do pagamento pelos serviços do Comitê caso o Tribunal considerasse que o relatório havia sido parcial.

Em um caso similar envolvendo o *Board* da empresa *Martha Stewart Omnimedia, Inc.*⁹⁸, o direcionamento do *Delaware Supreme Court* foi um pouco diferente do caso da *Oracle*. Neste caso, o Tribunal entendeu que a medida da independência do membro do *Board* é baseada na capacidade que esse membro tem de decidir considerando os interesses da companhia, sem contar com influências externas.

Ainda, anotou que a determinação da independência é baseada em fatos, logo, nem todas as alegações de mera amizade ou negócios externos individualmente considerados são suficientes para por em cheque a independência do membro do conselho. Os fatos devem ser avaliados caso a caso.

Logo, conforme anotou Maureen Brundage e Oliver Brahmast, em ambos os casos descritos, a definição de independência do *Board* dada pelo Tribunal foi mais ampla que o conceito de independência constante da Lei Sarbanes Oxley. Contudo, as decisões proferidas consideraram as determinações da Lei do Estado de Delaware e também as orientações de governança corporativa emitidas pela NYSE e NASDAQ, que prevêm que relações pessoais dos membros do *Board* devem ser consideradas pela companhia para determinar se os membros do *Board* são ou não independentes.

2.3.3.2. “Acting Independently”: caso envolvendo *The Walt Disney Company*.

O caso envolvendo *The Walt Disney Company*⁹⁹ prevê a responsabilização dos membros do *Board* diante da falha desses membros em agir de maneira consistente com o que era esperado de um conselho independente em funcionamento. Importante notar que nesse caso não havia disputa sobre o fato dos membros do *Board* serem ou não independentes, mas a questão em discussão era sobre a falha desses membros em agir da forma esperada como membros independentes.

⁹⁸ Supreme Court of the State of Delaware *Monica A. Beam, derivatively § No. 501, 2003 on behalf of Martha Stewart Living Omnimedia, Inc., C.A. No. 19844* disponível em [http://courts.delaware.gov/opinions/\(ot3ut4eboqmags551ipxzi45\)/download.aspx?ID=43320](http://courts.delaware.gov/opinions/(ot3ut4eboqmags551ipxzi45)/download.aspx?ID=43320) acesso em 20 de Dezembro de 2010.

⁹⁹ *The Walt Disney Company Consolidated Derivative Litigation C.A. No. 15452* Date Decided: September 10, 2004. Disponível em <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=50470>. acesso em 20 de Dezembro de 2010.

Nesse caso, restou comprovado que o *Board* falhou ao aprovar o contrato de trabalho firmado entre a companhia e seu ex-presidente Sr. Michael Ovitz, sem fazer qualquer análise do documento ou questionar qualquer ponto do contrato, tais como cláusulas de remuneração e rescisão.

O Tribunal entendeu que o erro foi além de uma simples negligência ou falha de “business judgment”¹⁰⁰, pois restou claro que o *Board* confiou demasiadamente nas informações passadas pela administração e falharam conscientemente em fazer qualquer questionamento sobre o contrato e seus termos, passando assim a ser pessoalmente responsáveis por qualquer dano advindo à companhia em razão desse contrato.

Segundo anotam Maureen Brundage e Oliver Brahmas, a mensagem desse caso é que mesmo que o *Board* seja formado de membros independentes, tais membros devem agir de forma independente.

Logo, para que eles se beneficiem da proteção do “*business judgment rule*”, os membros independentes devem examinar as decisões da companhia com a intenção de questionar a administração sobre o mérito dessas decisões, sob pena de responsabilização pessoal pelos danos causados.

Portanto, pela análise acima temos que não basta ter um conselho objetivamente independente se seus membros não fazem valer o papel a eles confiado, qual seja, monitorar as decisões da administração como forma de cumprir seu dever fiduciário de garantir a proteção aos acionistas, sendo certo que, em caso de falha no cumprimento desses deveres, os conselheiros devem ser responsabilizados pessoalmente pelos prejuízos causados aos acionistas e à companhia.

¹⁰⁰ Segundo ensina Marcelo Von Adamek (opt. cit. p.131): “*Business Judgment Rule* constitui uma regra norte americana de origem jurisprudencial, pela qual os tribunais tem se recusado a sindicar o mérito das decisões tomadas pelos administradores no desempenho de suas tarefas. Por ela, os tribunais limitam-se a verificar se, diante das particularidades do caso concreto, a decisão tomada pelos administradores resultou de um processo decisório razoável e bem informado, mas sem apreciar o mérito da decisão em si, ou seja, sem verificar se a decisão tomada foi a mais consentânea, ressalvados, os casos, é claro de decisões evidentemente equivocadas.”

3. ORIENTAÇÃO DE VOTO A CONSELHEIRO POR ACORDO DE ACIONISTAS X ATUAÇÃO INDEPENDENTE DOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Uma discussão que sempre surge quando do debate da importância da Independência Legal dos administradores é a polêmica trazida pela edição da Lei 10.303 de 31 de Outubro de 2001¹⁰¹ que deu nova redação do artigo 118 da LSA, no que tange a orientação do voto do conselheiro indicado por determinado grupo de controle, sendo este obrigado a votar de acordo com as obrigações estabelecidas em Acordo de Acionistas arquivados na sede da Companhia.

Antes de se adentrar no mérito da discussão proposta no presente capítulo, é importante fazer uma breve digressão teórica sobre os conceitos inerentes ao Acordo de Acionistas na LSA.

3.1. Acordo de Acionistas - aspectos gerais

O Acordo de Acionistas pode ser definido, de acordo com Nelson Eizirik¹⁰² como

Um contrato celebrado entre acionistas da companhia para compor seus interesses individuais e para estabelecer normas sobre a sociedade da qual participam, de forma a harmonizar os seus interesses societários e implementar o próprio interesse social. (...) Possui natureza acessória em relação ao contrato social, visto que, apesar de celebrado individualmente entre os acionistas, sua eficácia depende de da existência da pessoa jurídica em cuja esfera dar-se-á sua execução.

Trata-se, portanto de um contrato parassocial, regulamentado pela lei societária, mas submetido também as normas comuns de validade dos negócios jurídicos, sendo que em

¹⁰¹ BRASIL. Lei 10.303, de 31 de Outubro de 2001. Altera os dispositivos da Lei 6.404 de 15 de Dezembro de 1976. Disponível em www.planalto.gov.br. Acesso em 10 de janeiro de 2010.

¹⁰² EIZIRIK, Nelson. Acordo de Acionistas, arquivamento na sede social e vinculação dos administradores de sociedade controlada. in Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro. Renovar, 2005. p.25-36.

função do princípio da relatividade dos contratos, conforme nota Nelson Eizirik¹⁰³, “a força obrigatória do acordo não pode ser estendida a terceiros, que não manifestaram sua vontade no sentido de vincular-se ao pactuado entre os signatários.”

Contudo, a LSA previu, tendo em vista a importância das matérias passíveis de regulamentação pelo acordo, que a este fosse conferida a necessária publicidade, e consequente oponibilidade de suas disposições perante terceiros, mediante seu arquivamento na sede social da companhia e quando tratar de acordos de bloqueio, a sua averbação no Livro de Registro de Ações nominativas ou no certificado das ações, se estes tiverem sido emitidos.¹⁰⁴

A vinculação legal das disposições do Acordo de Acionistas quando arquivado na sede da companhia, conforme anota Nelson Eizirik¹⁰⁵, não apenas obriga a pessoa jurídica, mas também seus administradores, visto que é através deles que a sociedade atua.

Ainda, ressalta Nelson Eizirik que o arquivamento do acordo de acionistas na sede social visa garantir a eficácia do acordo e “(...) destina-se a impor à Companhia a observância das cláusulas referentes ao exercício do poder de voto ou do poder de controle¹⁰⁶, impedindo a de computar o voto manifestado em sentido contrário daquele previamente ajustado.”

No mesmo sentido, Fabio Konder Comparato¹⁰⁷, entende que:

¹⁰³ EIZIRIK, Nelson. opt. cit. p. 27.

¹⁰⁴ Conforme disposto no artigo 118, § 1º da LSA, *in verbis*:

“Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. § 1º As obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos.”

¹⁰⁵ EIZIRIK, Nelson. opt. cit. p. 29.

¹⁰⁶ De acordo com o artigo 118 da LSA, e conforme bem observa Nelson Eizirik (opt. cit. p.29):

“Os acordos de acionistas podem ser classificados em duas modalidades básicas, a saber: (a) Os acordos de voto, que têm por objetivo a regulação do exercício do direito de voto ou do poder de controle por seus signatários; e (b) os acordos de bloqueio, que visam regular a compra e venda das ações e a preferência para adquiri-las.

Os acordos de voto prestam-se, primordialmente, à constituição de uma maioria acionária estável, através da aglutinação de votos de acionistas isoladamente minoritários, mediante subordinação de sua vontade a um sentido único e previamente determinado.

Os acordos de bloqueio, por sua vez, são, em regra, celebrados em complementação aos acordos de voto, com objetivo de assegurar sua eficácia. Com efeito, ao se restringir a livre transferência das ações vinculadas ao acordo, impede-se que alguma das partes possa, pela simples alienação a terceiros das ações de sua propriedade, sem conferir o direito de preferência às demais, esvaziar a convenção de voto firmada entre os contratantes.”

¹⁰⁷ COMPARATO. Fabio Konder. Novos ensaios e pareceres de direito empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p.60.

(...) O arquivamento do instrumento do acordo na sede da companhia procura estender à própria sociedade os efeitos da convenção daquilo que ela entende, diretamente, como seu funcionamento regular, isto é, o exercício do voto em assembléia. Já a averbação das estipulações dos acordos nos livros de registro e nos certificados acionários é apresentada como condição de sua oponibilidade a terceiros, vale dizer, não mais *interna corporis*, na atuação dos órgãos societários, mas perante não acionistas, interessados na aquisição de ações emitidas pela sociedade e vinculadas a um acordo. (...)

A nova redação do artigo 118 trazido pela Lei 10.303 de 31 de Outubro de 2001 confirmou a possibilidade de extensão dos efeitos do Acordo de Acionistas arquivados na sede social aos órgãos de administração da companhia, pois o § 8º do referido dispositivo legal determina que o presidente da Assembléia Geral ou dos órgãos da administração (diretoria e Conselho de Administração), não computem o voto proferido em desconformidade com o acordo de acionistas devidamente arquivado na sede social.

Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. (...)

§ 8º O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.

§ 9º O não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissor e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada. (grifo nosso)

Sendo assim, a nova redação do artigo 118 passou a reconhecer expressamente a possibilidade de vinculação dos Conselheiros de Administração ao acordo de acionistas firmado pelo grupo de controle, reconhecendo os efeitos de atos praticados pelos membros do Conselho de Administração que tenham sido eleitos ou indicados pelos signatários de tal acordo de acionistas.

Tal possibilidade configuraria, segundo defendem alguns doutrinadores e o próprio IBGC, uma possível afronta aos princípios de Independência Legal determinados pela Lei em seu artigo 154 bem como aos princípios de melhores práticas de governança corporativa.

O tópico a seguir tratará essa polêmica de forma mais detalhada, visando trazer ao leitor uma visão crítica sobre o assunto, acrescentando argumentos adicionais ao tema proposto no presente trabalho.

3.1.2. Vinculação dos Administradores da Companhia aos termos dos Acordos de Acionista

Conforme anotado acima, a previsão específica de que os acordos de acionistas podem gerar efeitos para outros órgãos deliberativos colegiados da companhia, é objeto de polêmica, em especial no que tange aos princípios de governança corporativa e aos princípios que norteiam a atuação do Conselho de Administração, mais especificamente a questão da independência dos órgãos de administração com relação aos acionistas.

Segundo anota Paulo Cezar Aragão¹⁰⁸, “(...) sustentam alguns, ainda que contra a limitada jurisprudência existente, o entendimento de que acordos de acionistas não podem vincular os membros do conselho de administração, mais ainda, a diretoria, agindo colegiadamente.”

Importante também destacar que tal discussão não surgiu apenas com a edição da Lei 10.303/2001, que veio suprimir lacuna legislativa. Mesmo antes da inclusão dos novos parágrafos no artigo 118, muitos doutrinadores defendiam a possibilidade de vinculação dos administradores, com fundamento no próprio exercício efetivo do poder de controle por meio do Acordo de Acionistas e também desde que tais decisões buscassem a execução do interesse social.

¹⁰⁸ ARAGÃO, Paulo Cezar. A Disciplina do Acordo de Acionistas na Reforma da Lei das Sociedades por ações (Lei 10.303/2001). In Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Jorge Lobo (coord) Rio de Janeiro: Forense, 2002.

Waldírio Bulgarelli¹⁰⁹, em parecer sobre o tema, afirma:

Ora, do mesmo modo que, como partícipe do órgão colegiado que é a Assembléia Geral, o signatário do acordo deve votar em consonância com a política adrede formulada por todos os signatários, também deve, como administrador, votar no órgão colegiado, que é o Conselho de Administração, coerentemente com essa política, com a qual, aliás, concordou, por força de sua participação no referido acordo.

(...)

É de se insistir sobre o ponto capital que orienta nossa interpretação: como se poderia implantar e seguir uma orientação negocial e harmônica, se os conselheiros escolhidos, com base e com a força do acordo de acionistas, não a seguem, dela se afastam ou a desvirtuam?

(...)

Por esse aspecto, fácil é de ver que, no caso concreto que nos é submetido, os administradores eleitos por força do acordo de acionistas estão obrigados a seguir duas orientações: uma, decorrente do acordo de acionistas que firmaram e se comprometeram a cumprir; outra, a de, em decorrência da margem de decisão, não atentar contra o interesse social.

Sobre o mesmo assunto, anota o IBGC¹¹⁰, que

Mesmo antes da edição da Lei 10.303/2001, esta prática já vinha sendo adotada por algumas companhias, sob o fundamento de que o *caput* do art. 118 já estabelecia que a companhia deve observar os acordos arquivados em sua sede, apesar dos conselheiros não serem parte integrante do acordo de acionistas.

A polêmica reside na interpretação do §1º do artigo 154 da LSA segundo o qual o administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres. Tal princípio fez com que muitos defendessem a impossibilidade da vinculação dos administradores aos termos dos acordos de acionistas.

¹⁰⁹ BULGARELLI, Waldírio. Acordo de Acionistas de companhia aberta. Extensão do voto vinculado aos membros do conselho de administração para assegurar a uniformidade na execução da política empresarial traçada pelo grupo de controle. Questões Atuais de Direito Empresarial, SP: Malheiros, 1995.

¹¹⁰ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Independência dos Conselheiros de Administração: fundamento jurídico para a mudança do artigo 118, §§ 8º e 9º, da Lei nº 6.404/76 / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Coordenação: Mauro Rodrigues da Cunha. São Paulo, SP - IBGC, 2008 (Série Cartas Diretrizes-1).

Tem-se, portanto, que essa questão sempre dividiu a doutrina e a discussão tornou-se ainda mais acalorada com a edição da Lei 10.303 de 31 de Outubro de 2001 que claramente estabelece a possibilidade de vinculação dos administradores em seu parágrafo 8º, prevendo, inclusive o direito do Presidente do Conselho suprir o voto daquele que não atender ao quanto determinado no acordo de acionistas.

O § 9º, desse mesmo artigo, reforçou esse entendimento, pois prevê a possibilidade da parte prejudicada executar o estabelecido no acordo, caso o conselheiro indicado por acionista signatário do acordo não compareça à reunião do Conselho ou se abstenha de votar a matéria objeto do acordo de voto em bloco, prevendo um mecanismo de autotutela ou como anota Paulo Cezar Aragão¹¹¹, gerando o “efeito cascata”.

Em que pese a polêmica instaurada, há uma variedade de fortes argumentos que defendem ambas as posições: a da inaplicabilidade das disposições dos parágrafos 8º e 9º do artigo 118, bem como a da plena e eficaz aplicabilidade desses dispositivos. Os argumentos trazidos por ambos os posicionamentos, serão explicados em mais detalhes nos itens abaixo.

3.1.2.1. Posicionamento favorável a vinculação

Diversos doutrinadores apresentam argumentos a favor das partes convencionarem sobre a orientação do voto a ser proferido pelos conselheiros eleitos no âmbito dos acordos de acionistas.

Paulo Cezar Aragão¹¹², por exemplo, pontua que as colocações feitas pelos que não defendem a vinculação dos Conselheiros ao acordo de acionistas, com base em conceitos de boa governança corporativa, não devem prevalecer, pois tal vinculação prevista por lei não é obrigatória, mas sim condicionada à ocorrência de determinado evento, qual seja, a expressa determinação em acordo prevendo tal vinculação:

A crítica não tem qualquer mérito, pois em última instância a norma em tela pretende tão somente estabelecer que, se quando o acionista contratar com os demais que, nas

¹¹¹ ARAGÃO. Paulo Cezar. opt. cit. p.375.

¹¹² ARAGÃO. Paulo Cezar. opt. cit. p.375.

reuniões do conselho, serão seguidas pelos seus representantes as orientações estabelecidas por consenso ou maioria, esta disposição poderá ter seu cumprimento exigido. Veja-se bem: quando isso for contratado, o que obviamente não é obrigatório.

O mesmo autor complementa seu raciocínio defendendo que, em realidade, a disposição legal sobre a vinculação, nada mais faz do que estabelecer a efetividade e exeqüibilidade no âmbito social do cumprimento do acordo pactuado entre os acionistas livremente, e que tais disposições nada mais estabelecem do que uma forma de cumprir os compromissos celebrados livremente pelo acionista, sendo, portanto “(...) descabido dizer que o cumprimento dos acordos prejudica a melhor governança corporativa. Estranho argumento este, segundo o qual cumprir os contratos celebrados é algo prejudicial à boa administração das sociedades anônimas.¹¹³”

Paulo Cezar Aragão¹¹⁴ também critica os que defendem a inaplicabilidade desses dispositivos legais tendo como argumento que tais dispositivos ferem a independência dos membros do Conselho de Administração e, com base na realidade do mercado Brasileiro, pontua que a situação de independência é exceção e não regra, razão pela qual tal argumento não deve prevalecer:

Na verdade, o raciocínio dos críticos da norma parte de uma premissa equivocada, quase que em caráter geral. O conceito de que os conselheiros são, no Brasil, escolhidos pela sua independência - isso sim uma regra saudável da boa governança corporativa- é a exceção no Brasil, ao contrário do que sucede em outros países.

(...)

Por isso é completamente impertinente a lembrança de exemplos de boa governança de outros países, onde ninguém admitiria a idéia de que todos os conselheiros tivessem ligação próxima (melhor se dizer, vínculo de subordinação) com os acionistas que os indicaram, como é a regra no Brasil.

Outro forte argumento apresentado por Nelson Eizirik¹¹⁵, é que com o advento da Lei 10.303 de 31 de Outubro de 2001, a cláusula que vincula os administradores aos termos dos acordos de acionistas, deixou de ter caráter meramente acessório, passando a ser vinculativa para a sociedade, indo além do simples exercício do direito de voto, e sendo, portanto, uma conseqüência direta do reconhecimento do poder de controle exercido inicialmente nos órgãos de administração da Companhia.

¹¹³ ARAGÃO. Paulo Cezar. opt. cit. p.375

¹¹⁴ ARAGÃO. Paulo Cezar. opt. cit. p.376.

¹¹⁵ EIZIRIK, Nelson. opt. cit. p.32.

Defende ainda que “(...) seria inócuo o Acordo de Acionistas, que versasse sobre o exercício do poder de controle, mas que não vinculasse a atuação dos administradores nomeados pelos integrantes do bloco de controle.¹¹⁶”

Na mesma esteira de raciocínio quanto ao exercício do poder de controle por meio do acordo, Waldéfio Bulgarelli defende também que a busca do interesse social é o objetivo maior dos controladores ao tomarem o poder de controle e estabelecerem as políticas pelas quais a companhia deve seguir, sendo certo que o fim primeiro do acordo de acionistas é estabelecer uma orientação uniforme para o exercício do poder de controle no âmbito da administração da companhia.

Não há de esquecer que, ao tomarem o poder de controle, certamente o fizeram para traçar uma política para a companhia obter o interesse social, nos seus três níveis, o que demanda uma orientação uniforme na conduta dos convenientes, quer como acionistas, quer como administradores, pois, como é crucial, adquiriram a qualidade de controladores. Portanto, sua qualificação em relação ao papel desempenhado junto à companhia passa por esses três planos: controladores, acionistas e administradores, não sendo cômgruo que a atuação em uma dessas posições possa contrariar a da outra ou as das outras. Em termos hierárquicos, pode-se constatar que em primeiro plano está a posição de controlador, pois é o que exerce de fato o poder e dita a política da companhia, sendo assim, a obediência a essa política efeito natural do acordo ajustado que acompanha o acionista quando administrador. (...) Certamente que não há nada de estranho nessa colocação, que apenas ressalta a coerência que deve existir na busca dos interesses da companhia, que são também, como é evidente, os dos acionistas¹¹⁷.

Nelson Eizirik rechaça o argumento que haveria incompatibilidade ente o dever de independência previsto no artigo 154 parágrafo 1º da LSA e a vinculação dos conselheiros às decisões dos signatários do acordo de acionistas estabelecidas em reunião prévia, pois

O próprio acordo deve conformar-se com o interesse social, consoante o parágrafo 2º do artigo 118 da lei societária, que prescreve que os acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto ou do poder de controle.

¹¹⁶ EIZIRIK, Nelson. opt. cit. p.33.

¹¹⁷ BULGARELLI, Valdéfio. opt.cit. p.195.

Em conseqüência, o interesse social deve ser absolutamente preservado pelos termos do acordo de voto em bloco, bem como a sua execução e implementação.

O acordo de voto em bloco constitui meio eficiente para o exercício do poder de controle, que é imprescindível para a consecução do interesse social, da realização de seu objeto e de seus fins¹¹⁸.

Conclui Nelson Eizirik que os membros do conselho e da diretoria estão vinculados ao disposto no acordo de acionistas no que diz respeito aos votos proferidos nas reuniões dos órgãos de administração, não sendo tal vinculação incompatível como seus deveres de administrador, sendo que qualquer infração por parte de qualquer administrador eleito em virtude do acordo constitui conduta ilícita e contrária ao interesse social¹¹⁹.

3.1.2.2. Posicionamento desfavorável a vinculação

Em sentido contrário, há quem defenda existir restrição para que as partes convençionem sobre a orientação do voto a ser proferido pelos membros do Conselho Administração, entendendo que tal vinculação é contrária à Lei também fere as melhores práticas de Governança Corporativa.

Paulo Fernando Campos Salles de Toledo¹²⁰ defende que a vinculação dos membros do conselho ao acordo de voto, fere os princípios basilares da governança corporativa posto que, segundo ele, boa parte do sucesso desses princípios deve-se ao novo papel atribuído ao Conselho de Administração, qual seja, o de fiscalização, e que para que este realmente possa exercer seu papel de supervisão da gestão da companhia, é preciso que seja independente.

Ainda, o mesmo autor ressalta que a redação dos parágrafos 8º e 9º do artigo 118, introduzida pela Lei 10.303 de 31 de Outubro de 2001

Contraria as modernas conquistas de governança corporativa e confere ao *chairman* - normalmente eleito pelo controlador, quando não se tratar do próprio - o poder de controlar o órgão, na medida em que impõe aos conselheiros o dever de votar em um

¹¹⁸ EIZIRIK, Nelson. opt. cit. p. 33

¹¹⁹ EIZIRIK, Nelson. opt. cit. p. 36

¹²⁰ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Modificações Introduzidas na Lei das Sociedades por ações quanto à disciplina da Administração das Companhias. Reforma da Lei das Sociedades Por Ações. Jorge Lobo (coord). Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 427.

determinado sentido, sob pena de não ser computado seu voto. Com isso, o conselheiro tem prejudicada uma de suas características fundamentais: a autonomia.¹²¹

Interessante também é o posicionamento sobre esse tema, defendido por Carlos Eduardo Vergueiro¹²². Ao analisar o tema da independência do conselheiro ser maculada pelas disposições de vinculação de voto impostas pelo acordo de acionistas, o autor inicia seu raciocínio analisando o fato de que “(...) a Lei 6.404/1976 prevê, desde sua edição original um sistema de preservação dos interesses sociais contra eventuais condutas antissociais por parte dos conselheiros.”

Ainda, acrescenta que “(...) esse sistema se fez presente através dos requisitos de nomeação de conselheiros, da fixação de um rol de deveres para os conselheiros e da previsão de sua responsabilidade civil em caso de descumprimento desses mesmos deveres.” O autor designa tal sistema de deveres e regras de conflito de interesses como “Modelo de Regramento de Conduta de Conselheiros.¹²³”

Defende Carlos Eduardo Vergueiro que existe total incoerência entre as disposições dos parágrafos 8º e 9º do artigo 118 com os princípios normativos estabelecidos previamente pelo Modelo de Regramento de Conduta de Conselheiros, sendo tal incoerência razão suficiente para “(...) não considerar os parágrafos 8º e 9º do artigo 118 como normas autorizantes da revogação do Modelo de Regramento de Conduta de Conselheiros.¹²⁴”

Nesse sentido, conclui o autor que

(...) diante da necessidade de existência de uma coerência no direito societário brasileiro e do fato de que as regras componentes do Modelo de Regramento de Conduta de Conselheiros representam normas especiais, não tratadas pela Lei 10.303/2001, entendemos que os novos parágrafos 8º e 9º representam um erro do legislador. Dessa forma, como conclusão, entendemos que o conselheiro eleito nos termos de um acordo de acionistas deve continuar a votar conforme o seu entendimento de aplicação dos deveres de lealdade e diligência, não podendo o

¹²¹ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles. opt. cit. p. 427.

¹²² VERGUEIRO, Carlos Eduardo. Acordos de Acionistas e Governança Corporativa das Companhias. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p.188.

¹²³ VERGUEIRO, Carlos Eduardo. opt. cit. p. 188.

¹²⁴ VERGUEIRO, Carlos Eduardo. opt. cit. p. 198

presidente do Conselho de Administração não computar os votos proferidos em desconformidade com o acordo de acionistas em questão.¹²⁵

Ora, em que pese os posicionamentos acima descritos, conforme dispõe a LSA em seu artigo 121, a esfera de atuação do acionista é a Assembléia Geral. O acionista controlador detém efetivamente o poder de comando sobre a sociedade, sendo certo que uma das formas de exercer esse poder é a possibilidade de eleger e demitir os conselheiros de administração.

Faz-se natural, portanto, que o acionista controlador exija o alinhamento de conduta pelos conselheiros por ele indicados para atuar no Conselho de Administração, até mesmo como forma de externar seu poder de controle.

Contudo, importante ressaltar que esse alinhamento não deve eliminar ou ameaçar o julgamento independente do conselheiro em todas as decisões submetidas ao seu voto, em razão do seu dever maior como administrador para com a sociedade como um todo e não apenas com relação ao acionista controlador.

Sendo assim, o conselheiro deve avaliar, antes mesmo de aceitar a nomeação ao cargo, se há alguma discrepância ou mesmo um desalinhamento de visões estratégicas em relação ao acionista controlador que o elegeu. Desta forma, em caso de conflito no momento da orientação de votos, o conselheiro deve considerar seu dever de Independência, visando preservar de forma legítima o interesse da companhia nas matérias em questão, fazendo constar de forma expressa e fundamentada em ata sua discordância, cabendo ao presidente da assembléia, nesse caso, fazer valer a lei.

3.1.2.3. Posicionamento do IBGC

O IBGC, em Carta Diretriz publicada em 2008¹²⁶, entendeu que a vinculação dos conselheiros ao Acordo de Acionistas, contradiz as boas práticas de governança, pois fere o

¹²⁵ VERGUEIRO, Carlos Eduardo. opt. cit. p. 200.

¹²⁶ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Independência dos Conselheiros de Administração: fundamento jurídico para a mudança do artigo 118, §§ 8º e 9º, da Lei nº 6.404/76 / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Coordenação: Mauro Rodrigues da Cunha. São Paulo, SP - IBGC, 2008 (Série Cartas Diretrizes-1).

princípio de Independência Legal¹²⁷ que está balizado nos deveres de diligência, o dever de exercer suas atribuições para lograr os fins e interesses sociais e satisfazer o bem público e a função social da empresa e o dever de lealdade, conforme disposto pelos artigos 153, 154 e 155 da LSA.

Na mesma Carta Diretriz, o IBGC argumenta que os padrões de conduta dos administradores, constituem pilares da lei societária em vigor, sendo imprescindíveis para dar credibilidade à sociedade anônima, sendo que a não observância desses princípios pode trazer responsabilizações aos administradores e também controladores conforme prevê a LSA.

Ainda, o IBGC ressalta que as alterações trazidas pela Lei 10.303 de 31 de Outubro de 2001, tiveram como objetivo maior assegurar proteção aos acionistas minoritários, por meio de mecanismos de eleição de conselheiros independentes ou eleitos pelos acionistas não controladores. Sendo assim, o IBGC argumenta que tal objetivo será frustrado na sociedade em que há acordo de acionistas estabelecendo orientação vinculativa de voto, caso se apliquem as disposições dos parágrafos 8º e 9º do artigo 118.

Nesse sentido, complementa o raciocínio concluindo que “a determinação externa de como os membros do Conselho de Administração devem votar pode esvaziar as atribuições do órgão e a sua própria razão de ser: debater e deliberar no âmbito do colegiado, matérias de interesse da companhia.”

Sendo assim, ao final da Carta Diretriz, o IBGC¹²⁸ recomenda como regra geral, que os acionistas controladores devam abster-se de celebrar acordos que vinculem os membros do

¹²⁷ IBGC em sua Carta Diretriz sobre esse tema, opina que “(...) a vinculação do conselheiro de administração às disposições de um acordo de acionistas tende a contradizer as boas práticas de Governança Corporativa, que destacam a necessidade de assegurar-se a independência funcional aos administradores, para que estes possam exercer suas funções no interesse da companhia, de todos os seus acionistas e da sociedade como um todo, assumindo, plenamente, a responsabilidade pelos seus atos de gestão. (...)”

Os §§ 8º e 9º, do art. 118, se aplicados de forma equivocada, tendem a contrariar o modelo societário originalmente instituído em 1976, uma vez que conduzem à interpretação de que o acionista controlador pode subordinar as manifestações de voto dos conselheiros de administração à sua orientação, subtraindo o conselheiro de administração de qualquer juízo de valor daquilo que ele entenda ser o melhor para a sociedade. A modificação introduzida pelos §§ 8º e 9º, do art. 118, da Lei 6.404/76, no que se refere à vinculação dos conselheiros ao acordo de acionista, traz o risco de reduzir a credibilidade do Conselho de Administração, enquanto guardião dos interesses dos acionistas, e o nível de proteção dos acionistas minoritários no mercado de capitais brasileiro. (IBGC, Carta Diretriz, p. 16)

¹²⁸ A Carta Diretriz do IBGC recomenda que “Os acionistas controladores de sociedades anônimas devem abster-se de celebrar qualquer acordo de acionistas que vincule a atuação dos membros do Conselho de Administração indicados por seus signatários – ao menos, nas matérias de sua competência exclusiva, elencadas nos incisos I,

Conselho de Administração indicados pelos seus signatários ao menos nas matérias de sua competência exclusiva.

Admite exceções para sociedades de propósito específico ou para sociedades de capital fechado com poucos acionistas, mas, “em nenhuma hipótese, para companhias que visem atrair capital de acionistas externos ao grupo de controle, quando o acordo retira dos administradores o poder de avaliar a orientação a eles transmitida.”

Com relação às empresas que já possuem acordos de acionistas em vigor, o IBGC recomenda¹²⁹ que as cláusulas dos acordos de acionistas que versarem sobre a conduta dos administradores devem ser cuidadosamente interpretadas.

Orienta também que todos conselheiros que proferirem voto com base em acordo de acionistas deverão, previamente, verificar o atendimento dos princípios que se sobrepõem a qualquer acordo, quais sejam:

IV, V e IX, do art. 142, da Lei 6.404/76. Podem ser admitidas exceções para sociedades de propósito específico ou, mesmo, para sociedades de capital fechado com poucos acionistas, mas, em nenhuma hipótese, para companhias que visem atrair capital de acionistas externos ao grupo de controle, quando o acordo retira dos administradores o poder de avaliar a orientação a eles transmitida.

Outra recomendação cabível aos acionistas controladores de empresas – principalmente àquelas em fase de instalação ou que ainda não captaram recursos externos – seria a de delegar à Assembléia Geral quaisquer decisões sobre as quais seja importante uma avaliação direta do acionista, sem poder discricionário do conselheiro de administração. Essa delegação seria executada no estatuto social, respeitadas as competências exclusivas do Conselho de Administração. Desta forma, o acionista pode votar diretamente nos assuntos que considere importantes, sem ameaçar a independência e a integridade do Conselho de Administração.” Cf. Carta Diretriz, p. 20.

¹²⁹ O IBGC em sua Carta Diretriz, p. 21, traz, ainda, as seguintes recomendações para os casos das empresas que já possuem acordos de acionistas nos termos da legislação atual: Primeiramente, torna-se importante frisar que as cláusulas dos acordos de acionistas que versarem sobre a conduta dos administradores devem ser cuidadosamente interpretadas. Em princípio, é necessário enxergar em tais cláusulas mera recomendação de conduta e não comando impositivo, notadamente, naquelas em que o administrador, em decorrência de suas funções, deve exercer um juízo de valor, como, por exemplo, manifestar sobre as contas da diretoria. O acionista controlador ou grupo de controle tem a causar dano à companhia ou a outros acionistas; ou obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas; prerrogativa legal de orientar os negócios da sociedade, mas sem que isto diminua os deveres fiduciários dos conselheiros.

Em segundo lugar, todos conselheiros que proferirem voto com base em acordo de acionistas deverão, previamente, verificar o atendimento dos princípios que se sobrepõem a qualquer acordo. Assim, será adequado o voto que: (a) for exercido no exclusivo interesse da companhia, subordinando-se a tais interesses; estiver em consonância com as exigências do bem público; (b) for proferido com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social; (c) respeitar os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e a comunidade em que a sociedade atua, cujos direitos e interesses deve lealmente preservar; (d) não for abusivo, assim considerados aqueles proferidos com o fim de: (i) causar dano à companhia ou a outros acionistas; (ii) obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, (iii) ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas; (e) estiver em consonância com o próprio juízo de conveniência e oportunidade do conselheiro.

- (i) o voto deve ser exercido no exclusivo interesse da companhia; deve estar em consonância com as exigências do bem público;
- (ii) deve ser proferido com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social;
- (iii) deve respeitar os demais acionistas da empresa;
- (iv) não ser abusivo e estar em consonância com o próprio juízo de conveniência e oportunidade do Conselheiro.

Caso a orientação de voto desrespeite algum destes princípios, o IBGC recomenda que

O membro do Conselho de Administração indicado por signatário do acordo de acionistas deve votar, de forma fundamentada, conforme sua consciência e o presidente do órgão tem que respeitar a conduta do conselheiro. Nesta hipótese, é de extrema importância que o conselheiro formalize sua opinião em manifestação de voto apartada, ainda que seu voto venha, eventualmente, a ser desconsiderado pelo presidente do Conselho de Administração. Esta manifestação será de vital importância para assegurar a observância do dever de lealdade e diligência do conselheiro(...). O presidente do Conselho, ao decidir sobre o cômputo do voto do conselheiro, deverá agir com imparcialidade e isenção, tendo sempre em vista o interesse social¹³⁰.

Infelizmente, a solução apresentada pelo IBGC, acaba por imputar ao Presidente do Conselho (que geralmente é indicado pelos acionistas controladores ou é a personificação do próprio) a responsabilidade de agir como julgador da matéria controversa trazendo uma responsabilidade adicional ao cargo que ocupa, pois imputa a ele a responsabilidade de avaliar se o voto dissidente do conselheiro deverá ou não ser computado, julgando o mérito da decisão tomada pelo conselheiro.

Trata-se de um verdadeiro ônus imposto a um membro do Conselho de Administração que, mesmo que provido das melhores intenções, não age de forma imparcial em razão do próprio papel que ocupa dentro da companhia.

Sendo assim, deixar a cargo do Presidente do Conselho o ônus de decidir com imparcialidade sobre a legalidade do voto proferido em desacordo com o pacto de acionistas,

¹³⁰ Carta Diretriz IBGC. p.22,

poderá gerar conflitos não passíveis de ser resolvidos internamente, levando, inevitavelmente o problema interno da companhia para ser solucionado pelo Poder Judiciário.

Logo, com a válida manifestação de voto do conselheiro contrária à orientação do Acordo de Acionistas, temos que o conselheiro está a exercer seu dever de independência, caso não concorde com o direcionamento que lhe foi orientado.

Diante desse cenário, deve o presidente do conselho de administração apenas seguir a lei, ou seja, desconsiderar o voto proferido em desacordo com o quanto determinado em acordo de acionistas.

Desta forma, o conselheiro estará se protegendo de eventual responsabilização, e, caso a deliberação tomada pelos controladores cause prejuízo à companhia, caberá ao Poder Judiciário avaliar tal conduta, considerando todos os fatores que a permeiam, analisando inclusive os princípios de governança eventualmente aplicáveis e questões de abuso de poder de controle.

É nosso entendimento que, apenas desta forma, teremos a manutenção do dever geral de independência dos administradores, o exercício efetivo do poder de controle por quem de direito e o cumprimento do quanto disposto em Lei.

4. CONSELHEIRO INDEPENDENTE E GOVERNANÇA CORPORATIVA: EFICÁCIA DA PRESENÇA DE MEMBROS INDEPENDENTES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

4.1. Direito comparado: *Director Independence* nos Estados Unidos

Nos Estados Unidos, o entendimento da necessidade de existência de conselheiros independentes surgiu, segundo anota Carlos Eduardo Vergueiro¹³¹, “no começo do século XX, quando os tribunais manifestaram o entendimento de que um contrato entre um conselheiro e a companhia seria válido se (1) considerado como justo e (2) aprovado por uma maioria de outros conselheiros que não tivessem interesse no negócio.”

Assim, segundo Carlos Eduardo Vergueiro¹³², partindo do princípio que os membros do conselho de administração poderiam fazer negócios com a companhia, o direito americano passou a prever a existência de membros independentes que pusessem afastar, de alguma forma, a ocorrência de conflitos de interesses na realização desses negócios.

Maureen Brundage e Oliver Brahmast¹³³ complementam que a importância da independência dos membros do conselho não é um conceito novo. As discussões sobre a independência do conselheiro tomaram corpo e importância nos Estados Unidos em razão da promulgação da Sarbanes-Oxley Act em 2002 e dos regulamentos relacionados a esse mesmo tema, emitidos pela New York Stock Exchange (NYSE) e NASDAQ.

Nesse mesmo sentido, Georges Dionne e Thouraya Triki¹³⁴ ressaltam a importância que o Conselho de Administração possui no sistema de governança corporativa americano. Ainda, acrescentam que, tendo em vista esse importante papel desenvolvido, os Conselhos de Administração foram considerados os maiores culpados pelos escândalos financeiros envolvendo Enron e WorldCom, sendo acusados de falharem no seu papel de fiscalizadores.

¹³¹ VERGUEIRO, Carlos Eduardo. opt. cit. p. 178

¹³² VERGUEIRO, Carlos Eduardo. opt. cit. p. 179

¹³³ Brundage, Maureen e Brahmast, Oliver . opt cit. p.1

¹³⁴ DIONNE Georges; TRIKI, Thouraya. Risk Management and Corporate Governance: The Importance of Independence and Financial Knowledge for the Board and the Audit Committee. HEC Montreal Working Paper No. 05-03. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=730743. Acesso em 06 de fevereiro de 2010. p.1.

Um exemplo dessa afirmação pode ser encontrado em parte do relatório investigativo emitido pelo *Special Investigation Committee of Enron Corp* elaborado por Willian C. Powers Jr, onde ele conclui que “*Enron’s board failed to monitor... to safeguard Enron’s shareholders.*”¹³⁵

Ainda, Georges Dionne e Thouraya Trikki¹³⁶ complementam que tais acontecimentos serviram como catalisador para uma nova tendência regulatória e legislativa na tentativa de restaurar a credibilidade do sistema de governança corporativa americano, trazendo com isso também regras mais estritas para os auditores externos permitindo que os membros do conselho tivessem acesso às demonstrações financeiras da companhia com maior qualidade de informação, o que trouxe novas responsabilidades e deveres fiduciários ao Conselho de Administração:

These scandals have served as catalysts for legislative and regulatory changes. New rules were adopted in order to prevent the recurrence of disasters similar to the Enron and WorldCom’s cases. In this context, the Sarbanes-Oxley Act enacted in 2002, tried to restore credibility to US corporate governance system by setting stricter rules on the functioning and independence of the external auditors, enabling board of directors to acquire new levels of fiduciary and statutory responsibilities and also by proposing new rules aimed to enhance the quality of financial disclosures by firms.

¹³⁵ Willian C Powers Jr. afirma ainda que: “With respect to the issues that are the subject of this investigation, the Board of Directors failed, in our judgment, in its oversight duties. This had serious consequences for Enron, its employees, and its shareholders. (...) The Board substantially underestimated the severity of the conflict and overestimated the degree to which management controls and procedures could contain the problem. After having authorized a conflict of interest creating as much risk as this one, the Board had an obligation to give careful attention to the transactions that followed. It failed to do this. It cannot be faulted for the various instances in which it was apparently denied important information concerning certain of the transactions in question. However, it can and should be faulted for failing to demand more information, and for failing to probe and understand the information that did come to it. The Board authorized the Rhythms transaction and three of the Raptor transactions. It appears that many of its members did not understand those transactions-the economic rationale, the consequences, and the risks. Nor does it appear that they reacted to warning signs in those transactions as they were presented, including the statement to the Finance Committee in May 2000 that the proposed Raptor transaction raised a risk of “accounting scrutiny.” (...) In sum, the Board did not effectively meet its obligation with respect to the LJM transactions. The Board, and in particular the Audit and Compliance Committee, has the duty of ultimate oversight over the Company’s financial reporting. While the primary responsibility for the financial reporting abuses discussed in the Report lies with Management, the participating members of this Committee believe those abuses could and should have been prevented or detected at an earlier time had the Board been more aggressive and vigilant. (grifos nossos - texto disponível em <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/enron/sicreport/cover.html> acesso em 21/12/2010).

¹³⁶ DIONNE Georges e TRIKKI Thouraya. opt.cit. p.01.

No que tange aos papéis exercidos pelos Conselhos de Administração nos países Anglo-Saxões, Simon Wong afirma que hoje, muito se espera dos *Boards*, não apenas o exercício do seu papel primordial de fiscalização da administração em benefício dos acionistas da companhia, mas também para contribuir com o desenvolvimento estratégico da companhia, liderar o planejamento sucessório e certificar-se da integridade das demonstrações financeiras divulgadas, aprofundando-se na questão do *risk management*.¹³⁷

Simon Wong¹³⁸ complementa seu raciocínio afirmando que para o exercício efetivo das responsabilidades impostas ao Conselho, muito se tem feito no sentido de exigir a presença de membros independentes no *Board* bem como a separação das funções exercidas pelo *Chairman* (presidente do conselho) e o *CEO* (presidente executivo da companhia), além de disponibilizar aos membros do *Board* acesso à consultoria externa, comitês específicos para determinados assuntos, bem como eleições anuais dos seus membros.

Contudo, Simon Wong acrescenta que, ao mesmo tempo em que se busca a atuação eficaz do órgão, o fato do conselheiro exercer a função de ente fiscalizador geral e também estar envolvido com o desenvolvimento estratégico da companhia, faz com que os membros não executivos fiquem muito próximos da administração da empresa, o que compromete sua atuação independente.¹³⁹

Logo, podemos afirmar que em razão do cenário corporativo do Século XXI, a eficácia da atuação independente dos *Boards* tem sido amplamente questionada. E não só a atuação

¹³⁷ Simon Wong afirma que: “In most countries, the board of directors occupies a strategic position in the corporate governance system, and its role has grown over the years. Today, much is expected from the board. In Anglo-Saxon firms, not only must the board monitor management on behalf of shareholders in a robust and dispassionate manner, it is also expected to actively contribute to strategy development, lead succession planning, and ensure integrity of the financial reporting process. In the wake of the current financial crisis, the board is now expected to delve much more deeply into risk management. To top it off, all these tasks are expected to be accomplished in eight to ten board meetings held each year.” WONG, Simon C.Y. *Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform (Integrated Version)*. Northwestern University School of Law, August 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1409370>. Acesso em 12 de dezembro de 2010. p.06.

¹³⁸ WONG, Simon. opt. cit. p. 06.

¹³⁹ Nesse sentido, Simon Wong (opt cit. p. 6) anota que: “Considerable efforts have been exerted in recent years to improve the board’s ability to effectively carry out its responsibilities and to be held accountable for its actions. These include introducing independent directors, separating chairman and CEO roles, establishing dedicated board-level committees on nominations, compensation, and audit, giving the board access to external advice, and subjecting directors to annual elections. (...) In Anglo-Saxon and perhaps other countries, boards confront a number of structural issues that impact their ability to be an effective oversight body. To start, boards are tasked with potentially conflicting oversight functions – specifically, between a general “watchdog” monitoring role and active involvement in strategy development, the latter of which risks drawing non-executive directors (NEDs) too close to management and thereby compromising their independence.”

eficaz, mas também os benefícios trazidos à companhia como um todo pela atuação independente deste órgão.

Os resultados da pesquisa empírica realizada por Georges Dionne e Thouraya Triki¹⁴⁰ apontam que as novas regras que demandam maior número de conselheiros independentes no *Board* não causam qualquer efeito no nível de *risk management* da companhia.

Constataram também que o que mais importa para esse quesito é o conhecimento financeiro-contábil que os conselheiros possuem, viabilizando uma melhor análise de risco das situações propostas para sua deliberação.

Our empirical findings suggest that the new rules on the audit committee size and independence incite firms to seek more hedging while the requirement of a majority of unrelated directors on the board has no effect on the risk management level. Likewise, directors engaged in financial activities and those with an accounting background play no active role in the hedging policy. Only the directors' financial education affects such activity. Overall, our empirical findings show the importance of education, in general, and of financial education in particular, for directors sitting on the board and on the audit committee. (grifos nossos)¹⁴¹

Nesse mesmo trabalho, porém, os autores apontam diversos resultados encontrados em pesquisas realizadas por outros estudiosos do tema nos Estados Unidos¹⁴², que demonstram que a presença de conselheiros independentes agrega significativamente no quesito monitoramento, trazendo, portanto, benefícios aos acionistas, pois reduzem a possibilidade de

¹⁴⁰ DIONNE Georges; TRIKI, Thouraya. opt.cit. p.04.

¹⁴¹ DIONNE Georges; TRIKI, Thouraya. opt.cit. p.04.

¹⁴² Conforme anotam Georges DIONNE e Thouraya TRIKI opt. cit. p.05. “Several papers have reported evidence supporting the *monitoring effect theory*. Rosenstein and Wyatt (1990) show that the market has a significant positive reaction following the announcement of outsider board appointments in the *Wall Street Journal* while Weisbach's evidence (1988) suggests that CEO turnover is more sensitive to performance in firms with outsider dominated boards than it is in firms whose boards are dominated by insider directors. Likewise, MacAvoy and Millstein (1999) find that board independence is positively correlated with accounting-based measures of firm performance while Cotter et al. (1997) show that targets whose boards contain a majority of outside directors receive higher returns than similar firms without such majority. Other papers that reported evidence supporting the benefit of having outside directors on the board are Brickley et al. (1994) who find a statistically positive and significant market reaction following the adoption of a poison pill clause when the board is dominated by a majority of outside directors; Beasley (1996) and Dechow and Sloan (1996) who show that a higher level of outside directors on the board will decrease the likelihood of fraudulent information in the firm's financial statements; and Klein (2002) who finds that companies with independent boards are less likely to manage their earnings by reporting abnormal accruals. Based on the above mentioned papers, there seems little room to doubt that the firm and its shareholders are better off with outside directors on their boards”. (grifos nossos)

informações fraudulentas nas demonstrações financeiras da companhia, dentre outras práticas que vão contra os princípios gerais de Governança Corporativa.

Em que pese tais benefícios, ainda no que tange a polêmica discussão sobre a real eficácia da presença de membros independentes nos *Boards* americanos e seus efeitos para a companhia, Sanjai Bhagat e Bernard Black¹⁴³ concluíram que não há relação entre a maior presença de membros independentes no *Board* e o desempenho de longo prazo da companhia.

We conduct the first large-sample, long-horizon study of whether the degree of board independence (proxied by the fraction of independent directors minus the fraction of inside directors on a company's board) correlates with various measures of the longterm performance of large American firms. We find evidence that low-profitability firms increase the independence of their boards of directors. But there is no evidence that this strategy works. Firms with more independent boards do not perform better than other firms. Our results support efforts by firms to experiment with board structures that depart from the conventional monitoring board. (grifos nossos)

Georges Dionne e Thouraya Triki indicam também outros estudos que demonstram que não há relação entre a presença de conselheiros independentes no *Board* e os resultados das companhias onde esses conselheiros atuam

For example, Fosberg (1989) finds that firms with a large percentage of outside directors on their board do not have a higher performance as measured by the firm's ROE or sales. The absence of relation between the firm's performance and the independence of its board members has also been confirmed by Hermalin and Weisbach (1991), Klein (1998), Bhagat and Black (2002) and more recently by Hayes, Mehran and Scott (2004). Other papers having reported evidence refuting the superior monitoring attributed to outside directors are Subrahmanyam et al. (1997) and Harford (2000) for the acquisition transactions, Core et al. (1999) for CEO compensation and Agrawal and Chadha (2005) for earnings restatements¹⁴⁴.

¹⁴³ BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard. The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law* 231-274, 2001. Disponível em http://ssrn.com/abstract_id=133808. Acesso em 17 de fevereiro de 2010. cf. abstract

¹⁴⁴ DIONNE, Georges e TRIKI, Thouraya. opt. cit. p. 06.

Importante ressaltar também que, conforme anotam Georges Dionne e Thouraya Triki¹⁴⁵ e Sanjai Bhagat e Bernard Black¹⁴⁶, boa parte dos estudos realizados sobre esse tema mistura resultados empíricos com relação à independência do *Board*, não havendo, portanto, base empírica sólida para conclusões sobre os efeitos da presença significativa de membros independentes, as decisões de *risk management* e o quanto essa presença agregou para a companhia, que não apenas o papel de fiscalização.

Sendo assim, Sanjai Bhagat e Bernard Black concluem que o foco na independência do *Board* não pode ser a medida principal para demonstrar a qualidade de atuação desse órgão, desconsiderando as demais características, pois a presença de membros independentes, claramente é importante, mas não serve como meio universal de garantir a eficácia de sua atuação dentro da companhia.¹⁴⁷

¹⁴⁵ DIONNE, Georges e TRIKI, Thouraya, opt. cit. p. 06 e 07, anotam que: “Consequently, given the mixed empirical findings on the board’s independence, it is difficult to say whether or not firms are better off with outside directors on their boards. While Fields and Keys (2003) claim that there is overwhelming support for outside directors providing superior monitoring and advisory functions to the firm, we could not predict a unique and clear sign for the effect of the new rules set by the NYSE, concerning the board’s independence, on any specific decision made by the firm including the risk management one.

¹⁴⁶ BHAGAT, Sanjai e BLACK, Bernard, opt. cit. p. 232, anotam que: “Over the last thirty years, American corporate boards have undergone a gradual but dramatic change. In the 1960s, most had a majority of inside directors. Today, almost all have a majority (usually a large majority) of outside directors, most have a majority (often a large majority) of independent directors, and an increasing number have only one or two inside directors. This pattern reflects the conventional wisdom that the board’s principal task is to monitor management, and only independent directors can be effective monitors. In contrast, an insider-dominated board is seen as a device for management entrenchment. For example, guidelines adopted by the Council of Institutional Investors call for at least 2/3 of a company’s directors to be independent; guidelines adopted by the California Public Employees Retirement System and by the National Association of Corporate Directors call for boards to have a “substantial majority” of independent directors. American corporate governance experts and institutional investors are now exporting this conventional wisdom around the world. It has only an occasional dissenting voice. Even the Business Roundtable (an organization of large-firm CEOs), which once opposed proposals for more independent boards, now recommends that boards have a “substantial majority” of independent directors. Yet there are numerous anecdotes where a highly independent board hasn’t prevented large-scale wealth destruction. Enron (with eleven independent directors on its fourteen-member board) is only the most recent example. When we turn from anecdote to quantitative evidence, the conventional wisdom favoring highly independent boards lacks a solid empirical foundation, in this or other studies. (grifos nossos)

¹⁴⁷ BHAGAT, Sanjai e BLACK, Bernard, opt. cit. p. 234, anotam que: “If our results are correct, the current focus on board independence as a core measure of board quality could detract from other, perhaps more effective strategies for addressing poor firm performance. At the least, corporate governance advisors and institutional investors should support efforts by firms to experiment with different board structures and be more tentative in their advice that other countries should adopt American-style monitoring boards. We do not doubt that independent directors are important. No one else can effectively restrain insider self-dealing or fire the CEO when necessary. Indeed, one of us has stressed, in other recent work, the role of independent directors in controlling selfdealing. The policy question raised by our results is whether inside and affiliated directors also play valuable roles that may be lost in a single-minded drive for greater board independence.

No mesmo sentido, recomenda Simon Wong¹⁴⁸ que os *Boards* devem conter sim uma proporção substancial de membros independentes, mas não que esses sejam necessariamente a maioria dos membros. É necessário que haja uma mistura entre membros independentes, não independentes, executivos e não executivos, mas que também haja um conhecimento profundo sobre a indústria na qual a companhia atua.

Conclui-se pela experiência americana que não só a presença de membros independentes no Conselho de Administração pode trazer benefícios aos acionistas, mas que o nível educacional e de conhecimento sobre o negócio é também essencial e imprescindível para o desempenho eficaz dos papéis exercidos pelo *Board* nas companhias americanas.

Além disso, podemos afirmar pela experiência americana que a presença de um *Board* com alta qualificação técnica, diversidade de formação e conhecimento sobre o negócio da companhia, agregados a presença de membros independentes, podem sim trazer benefícios aos acionistas e à companhia como um todo.

Sendo assim, nos itens subseqüentes, faremos uma comparação com a realidade brasileira, conforme apurado pelos escassos estudos empíricos realizados no Brasil sobre esse tema, tendo como objetivo principal, assim, concluir o presente trabalho com indicações de como conduzir as orientações de governança no que tange a atuação independente do Conselho de Administração e a presença de Conselheiros Independentes, de forma a maximizar os efeitos das práticas de governança corporativa para a companhia, trazendo benefícios ao mercado de capitais como um todo.

4.2. Conselheiro independente no Brasil

Conforme verificamos no item anterior, a figura do conselheiro independente há muito se tornou presente nas companhias abertas americanas, sendo que, atualmente, muito se

¹⁴⁸ WONG, Simon, opt. cit. p. 07 anota que: “Hence, boards should perhaps contain a substantial proportion, but not necessarily a significant majority, of independent directors. Crucially, this merits a reassessment of the optimal mix between executive, independent non-executive, and non-independent non-executive directors so that the resulting board will feature a diversity of perspectives, substantial formal independence, and strong company and industry knowledge.”

discute sobre seu real papel e as conseqüências que a atuação majoritária de conselheiros independentes no *Board* pode trazer às companhias.

O mercado brasileiro ainda vê a figura do conselheiro independente como uma novidade a ser assimilada pelas empresas que desejam seguir as melhores práticas de governança corporativa e a eficácia da presença desse membro no Conselho de Administração, ainda não restou comprovada, conforme demonstram estudos realizados sobre esse tema.

Segundo resultado da pesquisa empírica realizada por Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga¹⁴⁹, que mapeou no ano de 2005, 88 empresas com controle privado nacional, pode-se inferir que “os conselhos de administração da maioria das empresas privadas brasileiras são compostos totalmente ou quase totalmente por membros ou representantes da família ou grupo controlador. Muitas empresas não têm nenhum conselheiro independente.”

Sendo assim, considerando a realidade do mercado, o objetivo maior do presente tópico é analisar os dados empíricos sobre a presença do conselheiro independente nas empresas brasileiras, os impactos que isso pode vir a trazer para essas companhias, bem como fazer uma análise crítica, tendo em vista a realidade do mercado nacional e também a legislação vigente, sobre como a presença do conselheiro independente pode realmente agregar valor às decisões do Conselho de Administração e qual seria a forma mais eficaz de adaptar essa prática de governança já consolidada no exterior à realidade nacional.

4.2.1. Estrutura acionária das companhias abertas brasileiras e sua relação com a composição do Conselho de Administração

Para que possamos compreender melhor a função exercida pelos conselheiros independentes nos Conselhos de Administração das companhias brasileiras e como esse órgão de administração é estruturado, importante se faz analisar a estrutura do controle acionário das companhias listadas em bolsa de valores no Brasil.

¹⁴⁹ BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antônio Gledson; GORGA, Érica Cristina Rocha. A Governança Corporativa das Empresas Brasileiras com Controle Privado Nacional. Revista Brasileira de Finanças, v. 7, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1528183>. Acesso em 17 de fevereiro de 2010. p.02.

Marcos Galileu Dutra e Richard Saito¹⁵⁰ ressaltam a importância da análise da estrutura de controle acionário das companhias para a melhor compreensão do papel exercido pelo Conselho de Administração, tendo em vista os diferentes conflitos de agência¹⁵¹ encontrados nos mercados onde existe dispersão acionária, dos mercados onde a presença de acionistas controladores é constante.

Os mesmos autores mencionam que estudos realizados, constaram que países cujos sistemas legais são baseados na *Common Law*, como por exemplo, Estados Unidos e Inglaterra, tendem a apresentar maior proteção aos interesses dos acionistas, e, conseqüentemente, possuem um mercado onde existe uma maior dispersão acionária. Já os países com tradição jurídica herdada do código civil francês, como o Brasil, apresentam maior grau de concentração acionária no mercado de capitais como conseqüência direta da presença de mecanismos menos eficientes de proteção aos acionistas.

Dessa forma, nos países que seguem o sistema da *Common Law* e possuem grande dispersão acionária, há uma presença menor de acionistas na administração da companhia, diferentemente do que ocorre nos países de pouca dispersão acionária. Tal fato altera os conflitos de agência presentes nessas companhias, e, conseqüentemente, as formas adotadas pelas empresas para exercer controle sobre a administração.

Nesse sentido, Sandra Guerra observa que os estudos sobre conselho de administração são fortemente influenciados e produzidos em países onde prevalece o cenário de grande dispersão acionária. Ainda, segundo a autora

A perspectiva da análise é sempre voltada para a função de monitoramento do conselho em detrimento da função de aconselhamento e participação, que num segundo plano, na definição da estratégia da firma. O conselho é analisado como

¹⁵⁰ DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de Administração: Análise de sua composição acionária em um conjunto de companhias abertas brasileiras. RAC, v. 6, Maio/Agosto de 2006. p. 9-27

¹⁵¹ GUERRA, Sandra anota que “Jensen e Meckling (1976) introduziram o conceito de comportamento gerencial para definir as relações de agência: os gestores atuam como agentes dos acionistas (principal) sendo pagos para agir no melhor interesse dos donos da empresa. Entretanto, esses gestores tomam decisões nem sempre movidos por esse propósito, mas visando seu interesse pessoal. O resultado é a expropriação de riqueza dos acionistas e os conflitos decorrentes.” GUERRA, Sandra. Os Papéis do Conselho de Administração em Empresas Listadas no Brasil. São Paulo, 2009. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2009. p. 20.

campo de confronto entre executivos e não executivos, com a principal meta de minimizar o conflito de agência.¹⁵²

Sendo assim, os conflitos de agência encontrados nos países cujo mercado possui alta dispersão acionária, são predominantemente originados das divergências entre acionistas e executivos, sendo que a presença de conselheiros independentes ou externos (que não participem efetivamente da diretoria executiva) tende a amenizar tais conflitos, pois, em teoria, possibilitaria um maior controle dos acionistas sob a administração executiva da empresa.¹⁵³

Contudo, conforme anota Marcos Galileu Dutra e Richard Saito¹⁵⁴, em países como o Brasil que apresenta alta concentração da propriedade acionária, os conflitos mais relevantes são observados na relação entre acionistas majoritários com acionistas minoritários.

Dessa forma, segundo pontuam os autores, a presença de membros independentes no Conselho de Administração “está ligada à maior ou menor influência dos acionistas controladores sobre seus membros, e não necessariamente àquela exercida pelos executivos, como em países cuja propriedade acionária é dispersa”¹⁵⁵.

Ainda, conforme anota Marcos Galileu Dutra e Richard Saito

Passa a ser de fundamental importância a identificação do grau de liberdade desfrutado pelo conselho de administração, para adotar medidas que protejam os interesses da totalidade do corpo de acionistas e não apenas de determinado grupo em particular - no caso, os controladores. No caso brasileiro, a aferição desta maior liberdade do conselho de administração não deve ser medida pela sua independência em relação aos executivos, mas em relação a estes acionistas controladores.¹⁵⁶

¹⁵² GUERRA, Sandra. opt. cit. p.30.

¹⁵³ Conforme observou Eduardo Schiehl e Igor Oliveira dos Santos, “According to the traditional agency literature, the more concentrated the firm’s ownership structure, the more the agency costs and economic benefits of monitoring, increase to shareholders. (...) However, the ability of large shareholders to impact firm governance and performance may depend on their identity. Inside control by shareholders, or owner management, may represent a higher degree of control at any given level of shareholding than the control provided by the outsiders. (...) In other words, controlling shareholders combined with owner management may collude to keep minority shareholders at bay, starting with the composition of the boards of directors.” SCHIEHL, Eduardo; DOS SANTOS, Igor Oliveira. Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies. RAUSP, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 373-384, outubro / novembro / dezembro, 2004.

¹⁵⁴ DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. opt. cit. p. 13.

¹⁵⁵ DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. opt. cit. p. 13.

¹⁵⁶ DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. opt. cit. p. 15.

Logo, importante ter em mente que, para realizar a análise comparativa sobre práticas de governança corporativa em diferentes jurisdições, deve-se considerar a realidade do mercado de capitais nacional para evitar conclusões errôneas ou imprecisas em razão da diferença patente do cenário dos países que adotam a *Common Law* se comparados com o Brasil.

O mercado de capitais brasileiro é, portanto, reconhecidamente um mercado onde a estrutura de concentração de capital prevalece. Tal fato justifica também o porquê do Brasil apresentar, dentro de um grupo de 39 países pesquisados, o maior prêmio médio pago na aquisição de blocos de controle (65% do valor das ações), conforme constatou Alexander Dyck e Luigi Zingales¹⁵⁷.

Em que pese esse cenário de concentração acionária ter mudado um pouco nos últimos anos, com a diluição dos padrões de propriedade, principalmente nas empresas listadas no Novo Mercado, o que indica um estágio inicial de propriedade difusa, o controle gerencial no Brasil ainda é uma realidade distante, conforme constatou Erica Gorga.¹⁵⁸

Sendo assim, em que pese as alterações observadas recentemente, considerando que a realidade prevalecente no Brasil ainda é a de concentração acionária, usaremos essa premissa como base para as conclusões do presente trabalho, principalmente no que tange aos conflitos de agência presentes neste mercado, quais sejam, a relação entre os acionistas minoritários, os membros independentes do Conselho de Administração e o acionista controlador.

¹⁵⁷ DYCK Alexander; ZINGALES, Luigi. Private Benefits of Control: An International Comparison. The Journal of Finance. Vol. LIX, n. 2. Abril de 2004. Disponível em <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/research/papers/privatebenefits.pdf>. Acesso em 30 de Novembro de 2010. p.537.

¹⁵⁸ Realmente, nas empresas listadas no Novo Mercado, Erica Gorga constatou que o maior acionista das empresas listadas nesse seguimento possui 36,39% das ações, mas que nos demais níveis de listagem, a concentração acionária torna-se novamente presente, sendo que a média de concentração acionária dos maiores acionistas no Nível 2 é de 64,79% e no Nível 1, 63,14%.

Ainda, Erica Gorga conclui que: “This paper finds that managerial control is far from being a Brazilian reality. But this paper presents evidence that concentration of ownership has indeed diminished in Brazilian capital markets. There is, however, one important caveat: ownership has become more “dispersed” in Novo Mercado, the special listing segment of Bovespa that requires that firms adopt the one-share-one-vote rule. I find that the largest shareholder of Novo Mercado companies holds 36.39% of the shares on average. This data greatly contrasts with measures of the largest stake of shares from previous studies. When we move from Novo Mercado to Level 2 and Level 1, segments with less stringent requirements of corporate governance, we find that ownership becomes increasingly more concentrated. The average of the largest shareholder ownership is 64.79% and 63.14% in Level 2 and Level 1, respectively.” GORGA, Erica Cristina Rocha. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1121037>. Acesso em 23 de dezembro de 2010. p. 09.

Para tanto, analisaremos na seqüência dados sobre o cenário das empresas brasileiras listadas em bolsa, com relação às características do conselho de administração e a presença dos conselheiros independentes nesses órgãos de gestão.

4.2.2. Dados empíricos sobre conselheiro independente no Brasil

Conforme anotado anteriormente, as pesquisas realizadas tendo como objeto as práticas de governança corporativa nas companhias abertas brasileiras, constataram que os Conselhos de Administração são compostos totalmente ou quase que totalmente por membros representantes da família ou grupo controlador.

Conforme apontado anteriormente, a análise realizada por Bernard Black, Antonio Gledson de Carvalho e Erica Gorga considerou um universo de 88 empresas brasileiras privadas com ações em bolsa de valores que responderam voluntariamente um questionário com data base de 2005.

Um dos resultados dessa análise indicou que um dos pontos fracos da governança aplicada por essas empresas é a reduzida presença de membros independentes nos Conselhos de Administração, que são compostos basicamente por membros representantes dos interesses do grupo controlador.

Ainda, constatou-se que muitas empresas sequer possuem um membro independente no Conselho de Administração. Ademais, constatou-se que os acionistas minoritários utilizam com freqüência os dispositivos legais para garantir a representatividade no Conselho de Administração.¹⁵⁹

Adicionalmente, ao analisar a composição dos Conselhos de Administração, o resultado obtido por Bernard Black, Antonio Gledson de Carvalho e Erica Gorga demonstrou que muitas empresas listadas em bolsa possuem um Conselho relativamente pequeno: dois terços das empresas pesquisadas possuem conselhos que variam de 3 a 7 membros e apenas 5

¹⁵⁹ Dispositivos acrescentados pela Lei 10.303/2001 que alteraram a redação do artigo 141 da Lei 6.404/1976 visam proteger os direitos nos acionistas minoritários. Para maiores detalhes sobre esse dispositivo legal, vide Capítulo 1 do presente trabalho.

possuem mais de 11 conselheiros, conforme demonstra Tabela 1, em que pese as orientações de melhores práticas de governança corporativa, recomendarem um Conselho de Administração composto de 5 a 11 membros.

Tabela 1
Tamanho do Conselho de Administração

Tamanho e percentual das 88 empresas brasileiras que responderam a pesquisa sobre Governança Corporativa no Brasil de 2005.

N. de Conselheiros	N. de empresas	Percentual	Percentual Cumulativo
3	14	16%	16%
4	3	3%	19%
5	19	22%	41%
6	11	13%	53%
7	15	17%	70%
8	6	7%	77%
9	4	5%	82%
10	4	5%	86%
11	7	8%	94%
12-15	4	5%	96%
22	1	1%	100%
Média (mediana)		6,8 (6)	

Fonte: BLACK, DE CARVALHO e GORGA, 2008, p. 11

Sandra Guerra em análise similar de um grupo de 65 empresas listadas em Bolsa de Valores com data base de 2008, constatou que 78,5% das empresas possuem Conselho de Administração composto de 5 a 9 conselheiros, sendo que a média verificada, 7,88 é pouco superior a média de 6,8 constatada por Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga, o que demonstra certa evolução nesse sentido, conforme demonstra Tabela 2 abaixo.

Tabela 2
Distribuição do Conselho de Administração por quantidade de membros de acordo com a pesquisa realizada por Sandra Guerra.

Faixa de número de conselheiros	N.	%
Total	65	100
Até 4 conselheiros	2	3,10
De 5 a 9 conselheiros	51	78,5
10 ou mais conselheiros	12	18,5

Fonte: GUERRA, 2009, p.80

Com relação à presença de conselheiros independentes, Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga, constataram que mais de um terço das empresas que

forneceram informação não têm nenhum conselheiro independente. 18% das empresas têm apenas um único conselheiro independente, e apenas 10% das empresas têm a maioria dos conselheiros independentes, conforme ilustra a Tabela 3.

Tabela 3
Proporção de Conselheiros Independentes presentes na amostra colhida por Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga

Nº de Conselheiros Independentes	Nº de Empresas	Percentual Cumulativo	Proporção de Conselheiros Independentes	Nº de Empresas	Percentual Cumulativo
0	28	35%	0%	28	35%
1	14	53%	1-10%	1	36%
2	16	73%	11-20%	12	51%
3	13	89%	21-30%	7	60%
4	5	94%	31-40%	15	78%
5	0	94%	41-50%	9	89%
6	4	99%	51-60%	4	95%
7	1	100%	61-70%	3	98%
			71% ou mais	1	98%
Média		1,65	Média		0,24
Mediana		1,00	Mediana		0,20
Total	80		Total	80	

Fonte: BLACK, DE CARVALHO e GORGA, 2008, p. 14

Sandra Guerra, também apurou que 51,95% dos conselheiros presentes nos Conselhos de Administração das empresas pesquisadas, são os controladores das companhias ou representantes eleitos por esses controladores. Ainda, segundo resultado apurado por Sandra Guerra, o segundo grupo mais expressivo, mas bastante distante do primeiro é o de conselheiros independentes, que representa 27,73%.

Os resultados apurados pela pesquisadora demonstram, portanto, que é ainda bastante reduzida a presença de minoritários ou seus representantes no Conselho de Administração, conforme ilustra a Tabela 4.

Tabela 4
Frequência e distribuição de membros do conselho de acordo com tipos agrupados

Tipo de conselheiro	Nº de empresas	%	Nº de Conselheiros	%
Total	65	100	512	100
Controlador	58	89,23	266	51,95
Minoritário	33	50,77	52	10,16

Conselheiro Independente	54	83,08	142	27,73
Executivo	25	38,46	33	6,45
Representante dos Empregados	5	7,69	5	0,98
Executivo de empresa com participação relevante	2	3,08	5	1,56
Ex- executivos	4	6,15	9	1,17

Fonte: GUERRA, 2009, p.82

Com relação à indicação do conselheiro independente, Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga, apuraram que entre as empresas com ao menos um conselheiro independente, 28 empresas (42% das empresas com ações preferenciais) têm um representante dos acionistas preferencialistas; 30 empresas (42%) têm um representante dos acionistas ordinaristas minoritários; e 33 empresas (63%) têm um representante de um ou ambos os grupos de acionistas minoritários. Considerando todas as empresas da amostra pesquisada pelos autores, 41% têm um ou mais conselheiros independentes que representam os acionistas minoritários, conforme ilustra a Tabela 5.

Tabela 5
Quem o conselheiro independente representa

Quem o conselheiro independente representa						
Nº de Conselheiros	Preferencialistas	Percentual	Ordinaristas Minoritários	Percentual	Preferencialistas ou ordinaristas minoritários	Percentual
Nenhum	28	58%	30	58%	19	37%
1	17	35%	14	27%	16	31%
2	2	4%	7	14%	13	25%
3	1	2%	1	2%	3	6%
4	0	0	0	0	1	2%
Um ou mais	20	42%	22	42%	33	63%

Fonte: BLACK, DE CARVALHO e GORGA, 2008, p.15

Pois bem, de acordo com as pesquisas realizadas, podemos inferir, com relação à realidade dos Conselhos de Administração das empresas listadas em bolsa de valores no Brasil que:

(i) Os Conselhos de Administração são relativamente pequenos se comparados com o número recomendado pelo IBGC. Contudo, pesquisas recentes demonstram tendência de mudança nesse quesito, sendo que a média apurada (7,88 membros por Conselho) está mais próxima das recomendações de governança corporativa, conforme descrito acima;

(ii) A presença de Conselheiros Independentes, conforme padrões definidos pelo IBGC, ainda é rara nas empresas com ações listadas em Bolsa de Valores no Brasil, sendo que um terço dessas empresas sequer possuem conselheiro independente nos Conselhos de Administração;

(iii) Mais da metade dos membros do Conselho de Administração das empresas pesquisadas, são considerados “representantes” dos acionistas controladores ou do grupo de controle;

(iv) Com relação à indicação do conselheiro independente, das empresas com ao menos um conselheiro independente, 41% têm um ou mais conselheiros independentes que representam os acionistas minoritários, o que demonstra que as medidas legais de proteção aos acionistas minoritários estão sendo utilizadas para buscar representatividade no Conselho de Administração.

Tendo em mente o cenário acima descrito sobre composição dos Conselhos de Administração nas empresas privadas listadas em bolsa de valores no Brasil, passaremos a avaliar, com base nesses dados, a efetividade da atuação dos conselheiros independentes nesse mercado, como forma de verificar os impactos que as recomendações de governança corporativa podem trazer às companhias brasileiras.

4.2.3. Eficácia da Presença do Conselheiro Independente nas companhias brasileiras

Conforme verificamos anteriormente, as boas práticas de governança corporativa relacionadas ao Conselho de Administração no Brasil servem para reduzir os conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários, conferindo maior proteção aos interesses desses últimos.

Logo, ao implantar regras de governança em um determinado mercado, deve-se considerar a realidade desse mercado para garantir uma real eficácia da aplicação prática dessas regras. Ou seja, no cenário real, devem-se obter vantagens efetivas para a companhia, tais como proteção aos interesses dos acionistas minoritários, maior transparência e segurança aos investidores e conseqüentemente, um maior valor agregado às ações das empresas que adotam essas práticas.

Segundo comentam Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga,¹⁶⁰ a boa governança é atingida através de regras que protegem os investidores minoritários. Os autores acrescentam que muitos agentes de mercado assumem implicitamente que uma medida de governança corporativa deve servir para todos, ou seja, que as práticas de boa governança corporativa são universais e um conjunto de regras deve ser aplicado para todos os países e todas as empresas dentro de um determinado país. Exemplos disso são as regras impostas pela Sarbanes-Oxley Act¹⁶¹ e as recomendações de governança editadas pela OECD.

Corroborando com este entendimento, Marcelo Von Adamek¹⁶² acrescenta que:

A verdade é que, em matéria de *corporate governance*, as soluções não podem ser uniformemente aplicadas em todos os países, sem considerar as características de cada mercado de capitais. Em países como os Estados Unidos e Inglaterra, o mercado acionário caracteriza-se pela dispersão, como a pulverização de valores mobiliários nas mãos de inúmeros investidores. Em outros mercados, como o da Alemanha, o do Japão e mesmo o do Brasil, há, ao revés, uma maior concentração das ações, sobretudo em poder de investidores institucionais. É claro, pois que as medidas e soluções preconizadas para aqueles países não podem ser pura e simplesmente transpostas para estes, sob pena de não surtirem o efeito desejado.

Logo, tem-se que diversos estudiosos de governança corporativa discordam dessa aplicação universal das regras, e defendem uma aproximação mais flexível dessas orientações, visando com isso um ajuste que traga maior eficácia no resultado obtido com a adoção de práticas de governança corporativa nas empresas de diferentes jurisdições.

Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga citam exemplos de autores que defendem que a eficácia das regras de governança varia entre países desenvolvidos e emergentes, e também entre as empresas de um mesmo país. Há ainda

¹⁶⁰ Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga, opt. cit. “Does one fit size...” p. 02, anotam que: “Good governance is achieved through rules that protect minority investors. An implicit assumption is that one size largely fits all: good corporate governance practices are universal and a common set of rules should be applied to all countries and all firms within a specific country. Examples of this approach include the Sarbanes-Oxley Act in the U.S. and the OECD principles of corporate governance (OECD, 2004).”

¹⁶¹ Empresas estrangeiras que emitem American Depositary Receipts (ADRs) devem seguir as regras de governança impostas pela Sarbanes-Oxley Act.

¹⁶² VON ADAMEK, Marcelo. opt. cit. p. 117.

autores que defendem que a aplicação de regras restritas como Sarbanes-Oxley Act, pode ser fatal para algumas empresas.¹⁶³

Questionando a efetividade da aplicação universal das regras de governança, Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga realizaram estudo¹⁶⁴ visando apurar o impacto que a aplicação das regras gerais de governança pode trazer no valor de mercado das companhias dentro do cenário das empresas privadas brasileiras.

Os resultados desse estudo demonstraram, surpreendentemente, uma associação negativa entre o valor de mercado e as companhias que possuem conselheiros independentes atuando nos Conselhos de Administração.

Os autores tentam obter alguma explicação para esse resultado, levantando algumas hipóteses.¹⁶⁵ Uma delas é que alguns conselheiros nominados como independentes, na verdade não são independentes de fato. Outra possibilidade é que a mera presença de um membro independente não agrega muito quando age sozinho, em que pese os resultados apurados também demonstrarem um coeficiente negativo para a presença de 3 ou mais

¹⁶³ Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga opt. cit. “Does one size fit...” p. 02 anotam que: “A competing view is that optimal firm governance varies between developed and emerging markets (Bebchuk and Hamdani, 2009), likely also differs between different emerging markets (Durnev and Fauver, 2007), and across firms with a country (see, for example, Arcot and Bruno, 2006; Bruno and Claessens, 2007; Demsetz and Lehn, 1985). An overly strict regulatory scheme, such as the Sarbanes-Oxley Act in the US, may be overkill for some firms (e.g., Litvak, 2007; Romano, 2009).”

¹⁶⁴ BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antônio Gledson; GORGA, Érica Cristina Rocha. Does One Size Fit All in Corporate Governance? Evidence from Brazil. Northwestern University School of Law, Law and Economics Research Paper No. 09-20; University of Texas Law School Law and Economics Research Paper No. 152; University of Texas, McCombs School of Business, Working Paper No. FIN-14-09, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1434116>. Acesso em 06 de fevereiro de 2010.

¹⁶⁵ Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga opt. cit. “Does one size fit...” p. 24 anotam que: Why might board independence be either not associated or even negatively associated with market value for Brazilian firms? One possible reason is that some nominally independent directors are not very independent in fact, and that firms appoint these directors in an effort to provide cover for self-dealing or other problems. However, at about 2/3 of the firms with an independent director, at least one independent director is elected by minority shareholders under Brazilian rules that give minority shareholders this power in many cases. At about half of these firms, minority shareholders elect two or occasionally more independent directors. In unreported regressions, Element Sh2, which asks whether one or more directors are elected by minority shareholders, is positive but insignificant, with or without controlling for the rest of *BCGI*. So the non-independence of some nominally independent directors cannot be the whole story.

Another possibility is that a lone independent director or two can't do much by himself. Perhaps there is value to having three such directors, as the Cadbury Committee recommended for the UK, but less value in having only one or two. Consistent with this, Black and Kim (2009) find in robustness checks that increasing the proportion of outside directors from the legal floor of 25% to 49% is not associated with higher Tobin's q – only getting to 50% has a value effect. Yet this cannot explain our results – we find a significant negative coefficient on a dummy variable for 3 or more independent directors

conselheiros independentes, logo, tal hipótese também não explica de forma eficiente os resultados apurados.

Desta forma, diante dos resultados obtidos pelas pesquisas realizadas no Brasil sobre a eficácia da presença de conselheiros independentes no Conselho de Administração, observamos que a mera presença dos conselheiros independentes nas companhias brasileiras, não traz como resultado imediato o aumento do valor de mercado das ações das companhias que adotam essa prática de boa governança.

Tal fato nos faz questionar se as medidas tomadas no sentido de atender as recomendações de governança corporativa em relação à presença de conselheiros independentes nos Conselhos de Administração, estão sendo realmente eficazes para a proteção dos investidores no mercado de capitais nacional, ou se houve apenas mera importação de conceitos que deveriam de alguma forma, serem revisitados considerando a realidade do mercado local.

Segundo Alexandre Di Miceli¹⁶⁶, a mera presença de conselheiros independentes não assegura que a companhia tome boas decisões de gestão, pois o que se procura são conselheiros efetivos, capazes de produzir um efeito real. E complementa que “não basta apenas ser independente para que o conselheiro produza o efeito desejado. São necessários outros atributos, quais sejam: qualificação técnica, envolvimento com a companhia e incentivos adequados.”

Ora, com relação ao primeiro requisito, qual seja, a qualificação técnica dos membros do conselho de administração, esse talvez não seja o maior ou o principal problema da falta de resultado da atuação dos conselheiros independentes.

Segundo constatou Bernard Black, Antonio Gledson De Carvalho e Érica Gorga¹⁶⁷, é relativamente comum a presença de conselheiros com experiência em finanças, contabilidade ou na área jurídica, conforme ilustra a Tabela 6.

¹⁶⁶ DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Em Busca do Conselheiro Efetivo. Revista Capital Aberto. São Paulo. Ano 6. No. 70. pág. 62 a 63. Junho 2009.

¹⁶⁷ BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antônio Gledson; GORGA, Érica Cristina Rocha. A Governança Corporativa das Empresas Brasileiras com Controle Privado Nacional. Revista Brasileira de Finanças, v. 7, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1528183>. Acesso em 17 de fevereiro de 2010. p.18.

Tabela 6
Características e Especialidades dos Conselheiros

Um ou mais conselheiros que são:	Sim	% de Sim	Nº de empresas com sim	
			Média	Mediana
Especialistas em finanças	64	74%	3,2	2
Especialistas em contabilidade	50	57%	2,4	1
Advogados	46	52%	1,5	1
Mulheres	29	33%	1,5	1
Políticos ou funcionários do governo	26	31%	2,4	2
Estrangeiros	22	25%	2,6	2
Representantes dos empregados	11	12%	1,2	1
Acadêmicos	8	10%	1,3	1

Fonte: BLACK, DE CARVALHO e GORGA (2009), p.18

Em contrapartida, o segundo requisito apontado por Alexandre Di Micieli¹⁶⁸, nos parece um ponto realmente crítico dentro da realidade dos conselhos de administração no Brasil: há pouco envolvimento dos conselheiros nos negócios da companhia onde atuam e grande parte dessa ausência de envolvimento se explica em razão do fenômeno conhecido como “*Board Interlocking*”¹⁶⁹.

Em pesquisa realizada por Rafael Liza Santos, Alexandre Di Micieli e Lucas Barros constatou-se que a prática do *Board Interlocking* é comum nas empresas listadas em bolsa de valores no Brasil.

O resultado da pesquisa com data base de 2005, apurou que 74% das companhias pesquisadas tinham ao menos um conselheiro atuando simultaneamente para outra companhia e 40% das empresas pesquisadas afirmaram que metade ou mais da metade dos conselheiros externos participavam do Conselho de Administração de outra empresa.

¹⁶⁸ DA SILVEIRA, Alexandre Di Micieli. opt. cit. p. 62.

¹⁶⁹ Segundo anotam Rafael Liza Santos, Alexandre Di Micieli e Lucas Barros, o fenômeno de *Board Interlocking* ocorre quando um membro do conselho de administração serve como conselheiro de duas ou mais empresas ao mesmo tempo, de forma a estabelecer uma conexão entre essas empresas. SANTOS, Rafael Liza; DA SILVEIRA, Alexandre Di Micieli; BARROS, Lucas Ayres B. Board Interlocking in Brazil: Directors' participation in multiple companies and its effect on firm value. CEG (Center for Corporate Governance Research) Working Paper Series 003/2009. p.03.

É um dado preocupante, pois, segundo pesquisas realizadas nos Estados Unidos, a ocorrência de *Board Interlocking*, tende a impactar negativamente no valor da companhia em razão da deterioração da qualidade da governança praticada por essas empresas¹⁷⁰.

Discutindo essa mesma matéria, Rafael Liza Santos, Alexandre Di Micieli e Lucas Barros, anotam que é entre os conselheiros externos, que na maioria das vezes são também independentes, que se verifica a maior frequência de *board interlocking*. Acrescentam que uma das maiores críticas feitas a esses conselheiros é a falta de tempo e disponibilidade para avaliar e se dedicar na defesa dos interesses dos acionistas¹⁷¹.

Logo, segundo opinião desses autores, é razoável presumir que a efetividade da atuação dos conselheiros externos não está relacionada apenas com sua independência, mas também ao grau de dedicação e comprometimento para com a companhia onde atuam, pois membros que já participam de outras empresas, mesmo tendo maior experiência ou bons contatos, podem não realizar seu papel de forma tão eficaz quanto os demais membros do Conselho de Administração.¹⁷²

Sendo assim, diante dos cenários apontados acima, podemos concluir com base nas pesquisas até hoje realizadas sobre a eficácia da aplicação das orientações de governança corporativa nas companhias brasileiras, mais especificamente aquelas relacionadas com a atuação do Conselho de Administração, que a mera presença de conselheiros independentes nos Conselhos de Administração das companhias brasileiras não trouxe os resultados esperados por essas companhias, ou seja, não houve uma melhora na avaliação dessas empresas pelo mercado.

¹⁷⁰ Rafael Liza Santos, Alexandre Di Micieli e Lucas Barros citam que “an analysis of the 500 largest American companies between 1989 and 1995 indicates that the presence of directors in multiple boards produces a negative effect on firm’s market value, supposedly caused by the deterioration of governance quality.” SANTOS, Rafael Liza; DA SILVEIRA, Alexandre Di Micieli; BARROS, Lucas Ayres B. opt. cit. p. 04.

¹⁷¹ SANTOS, Rafael Liza; DA SILVEIRA, Alexandre Di Micieli; BARROS, Lucas Ayres B. opt. cit. p. 06.

¹⁷² Rafael Liza Santos, Alexandre Di Micieli e Lucas Ayers afirmam que “Thus, it seems reasonable to presume that outside directors’ effectiveness is conditioned not only by their independence from the CEO, but also by their degree of dedication and commitment: members who already participate in other companies (mainly those participating on many boards), despite having more contacts or experience, may not perform their task as effectively as other directors. Hence, board interlocking appears in the corporate governance literature as a potential determinant of board effectiveness.” SANTOS, Rafael Liza; DA SILVEIRA, Alexandre Di Micieli; BARROS, Lucas Ayres B. opt. cit. p. 06.

Em razão desse fato, podemos inferir que a prática de incluir conselheiros independentes nos Conselhos de Administração das companhias brasileiras ainda não atingiu grau de maturidade suficiente para agregar valor às companhias que adotam tal prática.

Essa constatação pode ser explicada de forma sumária em razão da atual composição acionária das empresas brasileiras, que possuem pouca dispersão no mercado, somado ao fato de que o controle gerencial/administrativo dessas companhias ainda é fortemente exercido pelos acionistas controladores ou pelo grupo de controle.

Ora, a própria LSA foca as principais questões de abuso de poder e de conflito de interesses na figura do acionista controlador, pois é essa figura que hoje exerce o controle gerencial/administrativo das companhias, e não os executivos como ocorre nos mercados de capitais cuja realidade é de dispersão acionária.

Logo, temos que a mera inclusão das orientações gerais de governança corporativa aplicadas a mercados desenvolvidos e a assimilação desses conceitos sem uma adaptação mínima à realidade nacional, não se mostra eficaz no sentido de buscar reduzir os conflitos de agência presentes em nosso mercado.

Tal fato aliado à ausência de cultura empresarial sobre a efetiva participação dos conselheiros independentes nos Conselhos de Administração, de forma a agregar valor às decisões tomadas por esse órgão, e também somado à ausência de comprometimento dos conselheiros independentes com o negócio da companhia, podem ser as razões pelas quais o mercado brasileiro ainda não enxerga essa prática de governança como determinante para maior proteção aos acionistas minoritários.

Não se está, de forma alguma, defendendo a premissa de que a presença de conselheiros independentes nos Conselhos de Administração é uma prática de governança corporativa “ruim” ou “inútil” para as companhias brasileiras.

Pelo contrário, o objetivo maior é trazer essa matéria à discussão, como forma de questionar a real eficácia dessa prática de governança tão difundida no mundo, considerando o estágio atual de evolução do mercado de capitais nacional, buscando com isso trazer soluções criativas ao problema, sem macular ou deteriorar a governança das companhias.

Diante desse cenário, uma possível solução para o problema apontado e visando atingir uma composição eficaz entre a aplicação das orientações de governança corporativa e a realidade das companhias, seguindo a experiência vivenciada em mercados de capitais mais evoluídos, seria buscar uma aproximação mais flexível, sem impor custos desnecessários às empresas que desejam melhorar suas práticas de governança corporativa, atraindo assim investimentos. Um bom exemplo dessa prática é a política do “*comply or explain*” adotada no Reino Unido, conforme já exposto no Capítulo 2.

Dessa forma, o que se busca em um primeiro momento é uma atuação mais efetiva do Conselho de Administração nas empresas privadas brasileiras e a conseqüente proteção aos investidores do mercado.

Para tanto, se faz necessário um movimento de conscientização por parte dos organismos reguladores nacionais e internacionais que devem abster de impor regras e orientações que não se mostram eficazes em um determinado mercado, simplesmente porque tal regra ou orientação em algum momento se mostrou eficiente para compor conflitos de agência em determinada jurisdição.

Somente dessa forma poderíamos buscar uma cobrança maior na execução dos papéis do Conselho de Administração e também de seus membros independentes, trazendo assim uma possibilidade de responsabilização caso esses administradores falhem no cumprimento de seus deveres de fiscalizar a administração executiva e reduzir os conflitos de agência entre acionistas minoritários e majoritários.

Ainda, com a consolidação dos princípios de Governança Corporativa e a conseqüente atuação eficaz do Conselho de Administração, o mercado como um todo se privilegia, pois havendo um aumento na proteção dos interesses dos acionistas em geral, teremos como conseqüência direta a evolução do mercado de capitais no Brasil, com maior dispersão acionária e melhor distribuição da riqueza das empresas.

CONCLUSÕES

Neste trabalho, procurou-se explorar de forma abrangente, as questões pertinentes à independência do Conselho de Administração e sua relação com as melhores práticas de governança corporativa, abordando a questão em paralelo com o direito comparado e também considerando as responsabilizações que podem ser impostas aos administradores em razão desses conceitos.

Dessa forma, pontuamos inicialmente que o Conselho de Administração no direito brasileiro é um órgão de administração que atua de forma colegiada, tendo como seus principais papéis a fiscalização da administração da companhia e o direcionamento estratégico de seus negócios, sendo, portanto, um órgão não executivo.

Tendo em vista essa função primordialmente fiscalizatória, hodiernamente, o Conselho de Administração passou a ser o principal componente do sistema de governança corporativa das companhias, pois é o elo entre a propriedade e a gestão, recebendo poderes dos acionistas para que aja como guardião do objeto social, devendo por isso sempre atuar de acordo com o melhor interesse da companhia.

Ao analisarmos os códigos de melhores práticas de governança corporativa vigentes nos mercados americano, britânico e brasileiro, pudemos verificar que as orientações relacionadas com o Conselho de Administração desses países, buscam minimizar os conflitos de agência presentes nesses mercados por meio de recomendações que direcionam uma atuação independente do Conselho de Administração, tanto com relação aos executivos das companhias, como com relação aos acionistas controladores dessas organizações.

A principal recomendação nesse sentido é a presença de Conselheiros Independentes, assim denominados aqueles que não possuem quaisquer relacionamentos com os executivos da companhia, com a companhia diretamente, ou com os acionistas controladores.

Logo, independentemente das especificidades de cada uma dessas recomendações, pudemos inferir de uma forma resumida que existem três itens comuns e essenciais que

devem ser analisados com profundidade para medir a independência do membro do Conselho de Administração, quais sejam:

- (i) Subordinação: financeira ou empregatícia do conselheiro à companhia;
- (ii) Ligação familiar/ pessoal do conselheiro com a companhia ou suas partes relacionadas; e/ou
- (iii) Relação profissional duradoura que possa de alguma forma interferir exercício independente de sua função.

Ainda, complementando o estudo sobre a necessária atuação independente do Conselho de Administração, pontuamos as diferenças entre o conceito de Conselheiro Independente e Independência Legal, que definimos neste trabalho como sendo o dever legal de todo o administrador de agir de forma a buscar unicamente os interesses da companhia.

Como consequência, os administradores e principalmente os conselheiros de administração devem agir de forma independente em relação aos acionistas que os elegeram ou indicaram sua eleição, não sendo, portanto, representantes dos grupos que os elegeram, mas órgãos da companhia, devendo, portanto agir no interesse dela unicamente.

O conceito de Independência Legal, portanto, é amplo, e diferentemente do conceito de Conselheiro Independente, que é pautado em critérios objetivos predeterminados, o primeiro estabelece padrão subjetivo de conduta ética que pode, em alguns casos, trazer responsabilização pessoal do administrador ou até mesmo nulidade do ato.

Nesse sentido, discutimos também a relação do dever de independência dos membros do Conselho de Administração com os deveres gerais dos administradores conforme disposição legal, destacando a importância dos deveres de vigilância e diligência para os conselheiros de administração, principalmente para os conselheiros independentes, em razão das responsabilizações que podem advir pelo não cumprimento desses deveres, pois é deles que a companhia e os acionistas esperam o exercício efetivo do papel de fiscalização da administração.

Sendo assim, concluímos que compete principalmente ao conselheiro independente quando presente no Conselho de Administração, a obrigação de se manter informado sobre os

negócios realizados pela companhia, cabendo a esse membro o dever de questionar e apurar fatos quando esses lhe parecerem estranhos aos negócios sociais, sob pena de ser imputada a ele eventual responsabilidade em razão do descumprimento dos deveres de vigilância e diligência.

Ainda sob o foco de responsabilização, discutimos a questão da vinculação dos membros do Conselho de Administração às disposições impostas por acordo de acionistas, questionando a validade dessa vinculação em razão do dever geral de independência dos administradores.

Concluimos que, para que o conselheiro não macule seu dever de independência, este deve, quando entender necessário, votar em desacordo com o direcionamento que lhe foi orientado. Diante desse cenário, deverá o presidente do conselho de administração apenas seguir a lei, ou seja, desconsiderar o voto proferido, não cabendo a ele o juízo de valor sobre as razões que levaram o conselheiro a votar em desacordo com as orientações do acordo de acionistas.

Desta forma, o conselheiro estará se protegendo de eventual responsabilização, e, caso a deliberação tomada pelos controladores cause prejuízo à companhia, caberá ao Poder Judiciário avaliar tal conduta, considerando todos os fatores que a permeiam, analisando inclusive os princípios de governança eventualmente aplicáveis e questões de abuso de poder de controle.

Com relação à figura do Conselheiro Independente e os benefícios que sua presença no Conselho de Administração pode trazer à companhia, pontuamos inicialmente que essa análise deve ser feita considerando os conflitos de agência presentes em cada mercado individualmente.

Nesse sentido, constatamos que predomina no mercado brasileiro a ausência de dispersão acionária, diferentemente do que ocorre nos mercados americano e britânico, onde dificilmente se identifica um acionista controlador. Logo, temos que os diferentes conflitos de agência encontrados nesses mercados, servirão para determinar quais as formas adotadas pelas empresas para exercer controle sobre a administração.

Sendo assim, verificamos que os conflitos de agência encontrados nos países cujos mercados possuem alta dispersão acionária, são predominantemente originados das divergências entre acionistas e executivos, sendo que a presença de conselheiros independentes ou externos (que não participem efetivamente da diretoria executiva) tende a amenizar tais conflitos, pois, em teoria, possibilitaria um maior controle dos acionistas sob a administração executiva da empresa. No entanto, em países como o Brasil que apresenta alta concentração da propriedade acionária, os conflitos mais relevantes são observados na relação entre acionistas majoritários com acionistas minoritários.

Dessa forma, no Brasil, a presença de membros independentes no Conselho de Administração está ligada à maior ou menor influência dos acionistas controladores sobre seus membros, e não necessariamente àquela exercida pelos executivos, como em países cuja propriedade acionária é dispersa.

Diante desses cenários, analisamos os dados empíricos coletados por pesquisadores sobre a composição dos Conselhos de Administração nas companhias abertas brasileiras e a presença de conselheiros independentes nesses órgãos e pudemos verificar que poucas empresas possuem conselheiros independentes, sendo que a maioria dos membros dos Conselhos de Administração são representantes dos acionistas controladores ou do grupo de controle.

Ainda, com relação à forma como o mercado enxerga a presença de membros independentes como boa prática de governança corporativa nas companhias, constatamos também com base em pesquisas empíricas realizadas, que não há relação positiva entre a presença do membro independente nos conselhos e a conseqüente melhora da avaliação dessa companhia pelo mercado.

Em razão desses fatos, nos questionamos sobre a real eficácia da atuação de membros independentes no Conselho de Administração das empresas brasileiras, e concluímos que tal a prática ainda não atingiu grau de maturidade suficiente para agregar valor às companhias que adotam essa recomendação de boa governança corporativa.

Anotamos também que essa avaliação negativa pode ainda ser explicada em razão da atual composição acionária das empresas brasileiras, que possuem pouca dispersão no

mercado, somado ao fato de que o controle gerencial/administrativo das companhias brasileiras ainda é fortemente exercido pelos acionistas controladores ou pelo grupo de controle dessas companhias.

Dessa forma, pudemos concluir que, diante do atual cenário do mercado de capitais brasileiro, a simples presença de membros independentes no Conselho de Administração não se mostra eficaz para proteger os interesses dos acionistas minoritários, em que pese a constante evolução do mercado de capitais brasileiro.

Logo, temos que a mera inclusão das orientações gerais de governança corporativa aplicadas a mercados desenvolvidos e a assimilação desses conceitos ao mercado brasileiro sem uma adaptação mínima à realidade nacional, não se mostrou eficaz no sentido de buscar reduzir os conflitos de agência presentes em nosso mercado.

Tais fatos aliados à ausência de cultura empresarial sobre a atuação de conselheiros independentes de forma a agregar valor às deliberações do Conselho de Administração e sua falta de comprometimento com os negócios da companhia em que atuam, podem ser a razão pela qual o mercado brasileiro ainda não enxerga essa prática de governança como determinante para maior proteção dos acionistas minoritários.

Com base na experiência de países cujos mercados de capitais são mais desenvolvidos, uma boa sugestão para atingir a composição eficiente entre as orientações de governança e a realidade das companhias, é buscar uma orientação mais flexível, sem impor custos desnecessários às empresas que desejam melhorar as práticas de governança corporativa, tal como ocorre no Reino Unido com a adoção do sistema de “*comply or explain*”.

Para tanto, se faz necessário um movimento de conscientização por parte dos organismos reguladores nacionais e internacionais e também dos participantes do mercado, visando com isso buscar a real eficácia na aplicação das orientações de governança corporativa nas companhias, trazendo uma atuação mais efetiva do Conselho de Administração, por meio de regulamentos mais coerentes baseados em estudos direcionados e participação mais efetiva dos acionistas minoritários na escolha dos membros do Conselho, para que assim esses possam, de forma efetiva, trazer a conseqüente proteção aos investidores do mercado brasileiro.

Cabe também aos conselheiros de administração buscar sua independência real, alinhando seus interesses com os interesses da companhia em busca da agregação de valores para as decisões de gestão, mantendo-se sempre bem informados sobre as boas práticas de governança corporativa e suas responsabilidades impostas pela LSA.

Somente dessa forma os acionistas poderiam buscar uma cobrança na atuação efetiva do Conselho de Administração como principal componente do sistema de governança corporativa das companhias, trazendo assim uma possibilidade de responsabilização desses administradores caso falhem no cumprimento de seus deveres, trazendo com isso, uma maior segurança aos investidores que pretendem ingressar no mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

ADAMS, Renée B.; HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S., **The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework & Survey**. Charles A. Dice Center Working Paper No.2008-21, 2008. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1299212. Acesso em 1 de Novembro de 2010.

ARAGÃO, Paulo Cezar. **A Disciplina do Acordo de Acionistas na Reforma da Lei das Sociedades por ações (Lei 10.303/2001)**. In Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Jorge Lobo (coord) Rio de Janeiro: Forense, 2002.

BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard. **The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance**. Journal of Corporation Law 231-274, 2001. Disponível em http://ssrn.com/abstract_id=133808. Acesso em 17 de fevereiro de 2010.

BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antônio Gledson; GORGA, Érica Cristina Rocha. **An Overview of Brazilian Corporate Governance**. University of Texas Law School Law and Economics Research Paper No. 109. 2008. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1003059>. Acesso em 06 de fevereiro de 2010.

BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antônio Gledson; GORGA, Érica Cristina Rocha. **A Governança Corporativa das Empresas Brasileiras com Controle Privado Nacional**. Revista Brasileira de Finanças, v. 7, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1528183>. Acesso em 17 de fevereiro de 2010.

BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antônio Gledson; GORGA, Érica Cristina Rocha. **Does One Size Fit All in Corporate Governance? Evidence from Brazil**. Northwestern University School of Law, Law and Economics Research Paper No. 09-20; University of Texas Law School Law and Economics Research Paper No. 152; University of Texas, McCombs School of Business, Working Paper No. FIN-14-09, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1434116>. Acesso em 06 de fevereiro de 2010.

BRUNDAGE, Maureen S. Director independence: alive and well under Delaware Law. **Global corporate governance guide 2004: best practice in the boardroom.** Londres-Inglaterra: Globe White Page, 2004. p.116-120

BOONE, Audra L; FIELD, Laura Casares; KARPOFF, Jonathan M.; RAHEJA, Charu G. **The Determinants of Corporate Board Size and Independence: An Empirical Analysis.** Forthcoming, Journal of Financial Economics, 2006

BULGARELLI, Waldírio. **Acordo de Acionistas de companhia aberta. Extensão do voto vinculado aos membros do conselho de administração para assegurar a uniformidade na execução da política empresarial traçada pelo grupo de controle.** Questões Atuais de Direito Empresarial, SP: Malheiros, 1995.

BULGARELLI, Waldírio. **Validade das disposições de acordo de acionistas de votarem em bloco, assegurando a política gerencial única e necessária.** Revista de Direito Mercantil nº 123: 185-187.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S.A.** São Paulo. Saraiva, 2002. 552. p

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.** São Paulo. Saraiva, 2009. 4v. 542. p

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de, **Sociedade Anônima 30 anos da Lei 6.404/76.** São Paulo. Quartier Latin, 2007.

COMPARATO. Fabio Konder. **Novos ensaios e pareceres de direito empresarial.** Rio de Janeiro: Forense, 1981.

DA SILVEIRA. Alexandre Di Miceli. Em Busca do Conselheiro Efetivo. **Revista Capital Aberto.** São Paulo. Ano 6. No. 70. pág. 62 a 63. Junho 2009.

DEL CARO, Luciana. Caminhos Alternativos. **Revista Capital Aberto, Governança Corporativa - Edição Especial**. São Paulo, Ano 2, n 18. Julho 2010.

DIONNE Georges; TRIKI, Thouraya. **Risk Management and Corporate Governance: The Importance of Independence and Financial Knowledge for the Board and the Audit Committee**. HEC Montreal Working Paper No. 05-03. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=730743. Acesso em 06 de fevereiro de 2010.

DYCK Alexander; ZINGALES, Luigi. **Private Benefits of Control: An International Comparison**. The Journal of Finance. Vol. LIX , n. 2. Abril de 2004. Disponível em <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/research/papers/privatebenefits.pdf>. Acesso em 30 de Novembro de 2010.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. **Conselhos de Administração: Análise de sua composição acionária em um conjunto de companhias abertas brasileiras**. RAC, v. 6, Maio/Agosto de 2006. p. 9-27

EIZIRIK, Nelson. **Interpretação dos §§ 8º e 9º do artigo 118 da Lei das S/A**, Revista de Direito Mercantil nº 139: 155-176.

EIZIRIK, Nelson. **Sociedades Anônimas- Jurisprudência**. Rio de Janeiro. Renovar, 2001.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro. Renovar, 2005. 630p

GORGA, Erica Cristina Rocha. **Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries**. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1121037>. Acesso em 23 de dezembro de 2010.

GUERRA, Sandra. **Os Papéis do Conselho de Administração em Empresas Listadas no Brasil**. São Paulo, 2009. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2009.

HALLQVIST, Bengt, **A História do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa-IBGC**. São Paulo. IBGC, 2002. 61 p.

HERMALIN Benjamin E.; WEISBACH Michael S. **Transparency and Corporate Governance**. Working Paper - University of California and University of Illinois and NBER. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=958628>. Acesso em 24 de março de 2010.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa. 4.ed.** / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP : IBGC, 2009.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Independência dos Conselheiros de Administração: fundamento jurídico para a mudança do artigo 118, §§ 8º e 9º, da Lei nº 6.404/76** / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Coordenação: Mauro Rodrigues da Cunha. São Paulo, SP - IBGC, 2008 (Série Cartas Diretrizes-1).

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A. Exposições e Pareceres**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. 450p.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões -coord. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009.2v. 2.330p.

LAUTENSCHLEGER Jr., Nilson. **Os desafios propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro - ensaio de uma reflexão crítica e comparada**. São Paulo. Malheiros, 2005. 205 p.

LAZZARESCHI Neto, Alfredo Sérgio, **Lei das Sociedades por Ações anotada**. São Paulo. Saraiva, 2008

LEÃO Jr., Luciano de Souza. Conselho de Administração e Diretoria. in: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões -coord. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009.2v. Cap III. p. 1029.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira; NEY, Rafael de Moura Rangel. **Conflitos de Interesses entre o administrador e a companhia**. Revista de Direito Mercantil n. 144: 275-286.

LORSCH, Jay W. **A progress report on US Corporate Governance**. Disponível em http://www.wilsoncenter.org/topics/pubs/OneIssueTwoVoices_5.pdf. acesso em 15 de janeiro de 2011

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas - Comentários a Lei**. Rio de Janeiro: Renovar; 2009. 2v. 1093 p.

RAMOS, Felipe de Freitas. **Responsabilidade dos signatários de acordo de voto no regime da Lei 10.303/2001**. Revista de Direito Bancário nº 17: 90-108.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa**. São Paulo. Quartier Latin do Brasil: 2007.

SANTOS, Rafael Liza; DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. **Board Interlocking in Brazil: Directors' participation in multiple companies and its effect on firm value**. *CEG (Center for Corporate Governance Research) Working Paper Series 003/2009*.

SCHIEHLL, Eduardo; DOS SANTOS, Igor Oliveira. **Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies**. RAUSP, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 373-384, outubro / novembro / dezembro, 2004.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. São Paulo, Atlas, 1999. 2a ed. 123p.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **Modificações Introduzidas na Lei das Sociedades por ações quanto à disciplina da Administração das Companhias**. Reforma da Lei das Sociedades Por Ações. Jorge Lobo (coord). Rio de Janeiro: Forense, 2002.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. **Acordos de Acionistas e Governança Corporativa das Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

WONG, Simon C.Y. **Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform (*Integrated Version*)**. Northwestern University School of Law, August 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1409370>. Acesso em 12 de dezembro de 2010.

VON ADAMEK, Marcelo Vieira. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva; 2009.

WALD, Arnaldo. **A evolução do Regime Legal do Conselho de Administração, os Acordos de Acionistas e os impedimentos dos Conselheiros decorrentes de Conflito de Interesse**. Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem.n.11. 2001. p 13-30.

Web sites utilizados como fonte de pesquisa:

BM&F Bovespa: <http://www.bmfbovespa.com.br>

Corporate Governance Institute : <http://www-rohan.sdsu.edu>

CVM - Comissão de Valores Mobiliários: <http://www.cvm.gov.br/>

European Corporate Governance Institute: <http://www.ecgi.org/>

New York Stock Exchange: <http://www.nyse.com/>

The Financial Reporting Council Limited: <http://www.frc.org.uk/>

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

Revista Capital Aberto: <http://www.capitalaberto.com.br>

Social Science Research Network (SSRN): <http://www.ssrn.com>
