

DENIS MORELLI

OS ÓRGÃOS TÉCNICOS E CONSULTIVOS DA SOCIEDADE ANÔNIMA

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
SÃO PAULO - 2012

DENIS MORELLI

OS ÓRGÃOS TÉCNICOS E CONSULTIVOS DA SOCIEDADE ANÔNIMA

Departamento de Direito Comercial

Orientador: Professor Francisco Satiro de Souza Junior

Dissertação apresentada à Faculdade de  
Direito da Universidade de São Paulo para a  
obtenção do título de Mestre em Direito  
Comercial.

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

SÃO PAULO – 2012

**Banca Examinadora:**

---

---

---

À minha família, pelo apoio e paciência, e especialmente à Adriana, por isso e pelo intenso incentivo, sem o qual nada disso existiria.

## RESUMO

Esta dissertação tem o objetivo de estudar os órgãos técnicos e consultivos da sociedade anônima, em sua configuração mais contemporânea, segundo a qual são mais conhecidos como os comitês da sociedade anônima.

Para isso, serão avaliados os movimentos internacionais que têm exercido influência na criação desses órgãos nas companhias brasileiras. Esses movimentos estão intrinsecamente ligados às forças de convergência dos padrões internacionais de governança corporativa, tema que também é apreciado no decurso do trabalho.

Após, a dissertação cuidará de avaliar as medidas externadas em âmbito nacional, que demonstram a tendência à adaptação dos referidos padrões internacionais de governança corporativa, com recomendações, e também algumas determinações, para que as companhias criem os comitês nas suas estruturas.

Ao final, serão avaliadas algumas consequências jurídicas da implantação dos comitês no Brasil, conforme a concepção moderna que se tem para esses órgãos.

## **ABSTRACT**

This master's degree dissertation aims to discuss the technical and advisory bodies of corporations, contemporarily known as corporate committees.

In order to achieve its goals, the study will take into consideration the international trends that have influenced the creation of these bodies in Brazilian companies. These trends are closely linked to an international effort towards the convergence of corporate governance standards, which will also be analyzed in this dissertation.

Furthermore, this dissertation will explore the measures taken to substantiate and adapt these international standards of corporate governance to a domestic setting. Such measures include both recommendations and mandatory provisions to create corporate committees.

Finally, this dissertation will analyze certain legal consequences of the deployment committees in Brazil, taking into consideration the modern understanding of these bodies.

## **PALAVRAS-CHAVE**

Órgãos técnicos e consultivos. Comitês. Comitês de Auditoria. Governança Corporativa. Conselhos de Administração.

## ÍNDICE

CAPÍTULO I – Introdução .....	1
CAPÍTULO II – Os Comitês no cenário internacional .....	10
a. Estados Unidos .....	10
b. Reino Unido .....	24
c. Outros Países .....	29
CAPÍTULO III - Comitês no contexto das Regras de Governança Corporativa.....	35
a. Noções introdutórias sobre governança corporativa .....	36
b. Convergência de padrões de governança corporativa .....	39
i. Evolução da Governança Corporativa nos Estados Unidos .....	40
ii. Discussões sobre Convergência .....	47
c. Comitê como mecanismo de Governança Corporativa .....	64
i. Funções dos Comitês como método de Governança Corporativa para companhias com capital disperso .....	65
ii. Efeitos da convergência específica na adoção dos Comitês .....	72
d. Conclusões gerais sobre a convergência na adoção dos Comitês .....	87
CAPÍTULO IV – Comitês no Brasil .....	90
a. Do Conselho Consultivo aos Comitês .....	91
b. IBGC .....	97
c. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.....	99
d. Resolução CMN nº 3.198/04.....	101
e. Instrução CVM nº 509/11 .....	105
f. Parecer de Orientação CVM nº 35/08.....	109
g. Outras normas sobre Comitês .....	117
h. Situação atual nas Companhias Brasileiras.....	119
i. Conclusões prévias sobre os Comitês nas Companhias Brasileiras .....	122
CAPÍTULO V – Algumas particularidades da lei brasileira .....	126
a. O problema da delegação de poderes e os conflitos de competência.....	127
i. Delegação interna.....	128
ii. Delegação externa e conflitos de competência dos Comitês com os órgãos da administração .....	131
iii. Conflitos de competência específicos entre o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal .....	140



b. A importância da previsão estatutária dos Comitês.....	145
i. O mandamento legal e a teoria institucionalista .....	145
ii. A postura da CVM acerca da previsão estatutária dos Comitês .....	151
iii. Situação real nos estatutos das companhias abertas.....	153
CAPÍTULO VI – Conclusão.....	156
BIBLIOGRAFIA.....	159

## CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO

Os órgãos da Sociedade Anônima, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores não têm recebido atenção da doutrina nacional ao longo do último decênio. Seguramente, um dos fatores para que isso tenha ocorrido consiste no fato de que, até então, tais órgãos não praticavam atos de relevo nas companhias brasileiras, que dessem razão para algum debate mais consistente.

Esse quadro, no entanto, mudou sensivelmente nos últimos anos, sendo verificada presença cada vez mais marcante desses órgãos nas companhias, tanto no Brasil como no mundo. Na configuração mais moderna, esses órgãos são mais conhecidos como os “Comitês”<sup>1</sup> das Sociedades Anônimas.

Essa mudança, na verdade, está inserida em um contexto que extrapola a realidade brasileira, pois se relaciona com as grandes mudanças que afetaram o ambiente societário e de mercado de capitais global.

Notadamente, a ocorrência de diversos escândalos corporativos nos Estados Unidos da América, a partir do ano 2000, envolvendo, entre outras, as companhias Enron e WorldCom., tornou pública uma série de fraudes contábeis extremamente graves. Logo nas primeiras avaliações sobre essas ocorrências, foi possível apurar que tais fraudes só

---

<sup>1</sup> Reconhece-se, desde logo, que o termo “Comitê” pode ser utilizado para designar uma série de outras coisas, que não órgãos das companhias. Inclusive na seara pública e governamental, o termo é vastamente utilizado, como é o caso do Comitê de Política Monetária (Copom), do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) e do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (em inglês, *Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS), por exemplo.

A expressão costuma designar a “reunião de pessoas que visam a um interesse determinado” e tem origem no anglo-francês *commettee* (1495), do latim *committère* “confiar, entregar, comunicar”. Por essa razão, a palavra não é sequer reconhecida por puristas da gramática da língua portuguesa, pois é considerada galicismo e deveria ser substituída por “junta ou comissão” (Houaiss da Língua Portuguesa. Versão online).

Não obstante, hodiernamente, e conforme se demonstrará no decorrer deste trabalho, utilização deste termo é presente na quase totalidade das regras normativas recentes, para designar os órgãos técnicos e consultivos das sociedades anônimas. Da mesma forma, a palavra se faz presente nas alterações mais recentes dos estatutos sociais das companhias nacionais.

Assim, neste trabalho, o termo “Comitê” será utilizado para se referir aos órgãos técnicos e consultivos da sociedade anônima (a não ser que se especifique o contrário). Ou seja, Comitê é a designação que abreviará o próprio objeto de estudo do trabalho, doravante.

puderam ser concretizadas em razão de sérias falhas nos sistemas de controle de auditoria daquelas empresas<sup>2-3</sup>.

Esses escândalos corporativos deram azo a uma verdadeira crise de confiança no mercado de capitais.

Nos Estados Unidos, a reação<sup>4</sup> a essas ocorrências levou ao reestudo da importância dos Comitês de Auditoria e o seu papel na governança corporativa das companhias. Como resultado, foi editado o *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, que dispôs, entre outras coisas, sobre esses Comitês e a sua atuação.

As medidas positivadas com o *Sarbanes-Oxley Act* tiveram o objetivo comum de aperfeiçoar o processo de *disclosure* das informações financeiras e, com isso, trazer maior credibilidade para os mercados em que as companhias operam. Foram impostas mudanças profundas nas organizações das companhias participantes do maior mercado de capitais mundial.

A notoriedade e a relevância desses acontecimentos provocaram, de maneira igualmente relevante, alterações nas práticas de governança corporativa de diversos países, os quais rapidamente acataram, de alguma forma, o modelo proposto naquela lei estadunidense.

No Brasil, ainda que os Comitês de Auditoria não tenham se tornado obrigatórios para todas as companhias abertas brasileiras, não há como negar que o *Sarbanes-Oxley Act* gerou efeitos internamente<sup>5</sup>. As companhias brasileiras emissoras de

---

<sup>2</sup> Em artigo sobre a crise corporativa citada, Robert HAMILTON cita que os problemas atingiram uma série de companhias do setor de telecomunicação, com destaque, além da WorldCom., à Adelphia Communications Co.; Qwest Communications International Inc.; e Global Crossing, Ltd.; XO Communications, Inc. Já em setores diversos ao da telecomunicação (non-telecom), evidenciam-se o caso da própria Enron, bem como da Tyco International, Ltd.; ImClone Systems, Inc.; General Electric Co.; e Xerox Corp. HAMILTON, Robert W. *The Crisis in Corporate Governance: 2002 Style in 40 Houston Law Review*, 2003, pgs. 19 a 32.

<sup>3</sup> VERSCHOOR, Curtis C. *Audit Committee Essentials*. New Jersey: Wiley, 2008, pgs. 6 e 7.

<sup>4</sup> Assim se explica o contexto desta reação:

“Given the notoriety of the Enron collapse and its talismanic role in justifying an intrusive reform programme that has transformed the corporate governance regime in the United States, the approach was a rational, if problematic, use of the adversarial legal method.”

Os eventos, que precederam a edição do *Sarbanes-Oxley Act*, compõem o que alguns autores chamam de “era of corporate fraud”.

O'BRIEN, JUSTIN. *Redesigning Financial Regulation*. New Jersey: Wiley, 2007, p. 7.

<sup>5</sup> Conforme se verá adiante, a Resolução CMN nº 3.198, de 27 de maio de 2004, obrigou todas “instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, exceto as sociedades de crédito ao microempreendedor”, a criar um comitê de auditoria, como órgão estatutário.

*American Depositary Receipt* – ADRs<sup>6</sup>, por exemplo, por possuírem listagem nas Bolsas norte-americanas, tiveram que se adequar às novas regras do *Sarbanes-Oxley Act*, com a comprovação de que possuíam, em suas estruturas, um Comitê de Auditoria, ou órgão equivalente<sup>7</sup>.

Assim, o estudo dos Comitês de Auditoria, frente à recente demanda pelas suas atividades em todo o mundo, mostrar-se-á indispensável para o desenvolvimento da dissertação a ser elaborada, até pela quantidade de artigos acadêmicos, produzidos principalmente no exterior, específicos sobre o assunto. Esses estudos, antes de tudo, servem como indicativos da importância dos Comitês para as companhias abertas e das suas funções dentro da organização societária.

Todavia, não serão só os Comitês de Auditoria que importarão para o trabalho que será desenvolvido. Isso porque os recentes acontecimentos ao redor do mundo, que enfatizam a importância do aperfeiçoamento de práticas de governança corporativa, têm enaltecido a relevância de variadas espécies de Comitês. Nesse contexto, o *Sarbanes-Oxley Act* é um entre vários fatores históricos que têm, ao longo dos anos, demandado o aprimoramento das estruturas internas das companhias, em atenção aos princípios de governança corporativa internacionalmente aceitos.

Tais princípios de governança, muitas vezes concebidos no exterior, têm sido, cada vez mais, disseminados e aplicados nas companhias brasileiras – o que, em larga medida, possui correlação com o notório fortalecimento e crescimento do mercado de capitais brasileiro ao longo dos últimos anos.

Com efeito, acompanhado de uma série de alterações na macroeconomia brasileira, que possibilitaram a estabilidade da moeda e das taxas de câmbio e juros, o mercado de capitais nacional, a partir de meados de 2002, sofreu o impacto de importantes mudanças na sua estrutura regulatória<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Os ADRs são recibos de ações (*Depositary Receipt*) que permitem que empresas sediadas em outros países – no caso, companhias brasileiras – possam negociar seus papéis no mercado norte-americano.

<sup>7</sup> Ver notas 47 e 148 e textos relacionados.

<sup>8</sup> Otavio Yazbek, em seu trabalho sobre a regulação do mercado financeiro e de capitais, assevera o seguinte, sobre as alterações sofridas no Brasil:

“Apenas com a estabilização monetária, em meados da década de 1990, e com a correspondente integração do país na ordem financeira mundial, como “país emergente”, em grande parte dependente de recursos externos, tornou-se possível (mais do que isso, tornou-se necessária) a revalorização das estruturas regulatórias. Assim, a supra-referida ‘tecnicização’ das práticas de regulação financeira no Brasil, agora

E, quase que como um círculo virtuoso, o aumento nos números de ofertas públicas iniciais de ações, acompanhado do massivo ingresso de capital estrangeiro na economia, acabou por trazer consigo a necessidade do aprimoramento das práticas de governança corporativa até então predominantes no cenário nacional.

Uma das conhecidas medidas adotadas no Brasil, com vistas a incrementar as boas práticas de governança, foi a criação do “Novo Mercado”, pelo qual foram estabelecidos diferentes segmentos de listagem para as companhias abertas que possuíam ações negociadas na então Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa<sup>9</sup>.

Com a participação nesse segmento especial de listagem de ações, as companhias se comprometem, voluntariamente, a adotar as boas práticas de governança corporativa, em uma ação adaptativa à nova realidade do mercado de ações brasileiro. Entre as regras vigentes para o ingresso no Novo Mercado, estão medidas de maior proteção aos acionistas minoritários, com o objetivo de balancear o amplo poder que, em grande parte dos casos, é concentrado nas mãos dos acionistas controladores das companhias brasileiras.

Apesar do advento do Novo Mercado, e dos elogios à sua implantação, o problema do conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários, típico do mercado brasileiro, prosseguiu como constante objeto de debate. É com essa preocupação que os Comitês passaram a ser sugeridos no Brasil, para que esses órgãos sirvam para

---

coerentes com o que se entende como a ‘racionalidade econômica’ aplicável à matéria, apenas ocorreu no último decênio”

YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 278.

<sup>9</sup> Na análise das alterações na ordem econômica, que provocaram mudanças no cenário corporativo nacional, bem como da implantação do Novo Mercado, MUNHOZ expõe o seguinte:

“A observação dessa realidade permite concluir que se, por um lado, as regras de governança corporativa adotadas pelo Novo Mercado não podem ser consideradas fator suficiente para o desenvolvimento do mercado de capitais (exerceram papel determinante fatores de ordem econômica como aqueles antes destacados), por outro, é indubitável que foi fundamental para tal desenvolvimento a presença de um quadro normativo de maior proteção às minorias e que oferece maior confiança e credibilidade para os investimentos.

(...)

Foi nesse contexto que, nos últimos anos, a doutrina societária brasileira passou a dedicar grande atenção aos estudos sobre governança corporativa, sendo marcante a influência nesses estudos do modelo norte-americano.”

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado* in *Direito Societário, Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 122.

solucionar – ou ao menos atenuar – eventuais conflitos existentes no âmbito da Companhia<sup>10</sup>.

Os Comitês, assim, gradualmente passaram a ser recomendados tanto pelo órgão de regulação do mercado de capitais nacional, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, quanto por entidades de autorregulação.

Exemplo disso é o Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1º de setembro de 2008, o qual, com fundamento na “experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores”, sugere a criação de um Comitê Especial Independente para as companhias que realizam operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. As atribuições desse Comitê seriam negociar os termos das operações e submeter suas recomendações ao Conselho de Administração. O objetivo final do Comitê referido é, portanto, assegurar a independência na negociação da operação e mitigar o risco de que a relação de troca de ações na operação não seja comutativa.

Conforme se procurará demonstrar no decorrer deste trabalho, a criação gradativa pelas companhias de uma série de Comitês é algo que tem sido progressivamente incentivado pelos órgãos reguladores e entidades de autorregulação. Como já se pode adiantar, a presença crescente dos Comitês nas companhias nacionais tem relação direta com a incorporação das práticas de governança corporativa adotadas internacionalmente. E sendo a governança corporativa um fator de suma importância para o estudo das sociedades anônimas, o estudo dos Comitês ganha relevo, já que, afinal, é um dos trata-se de um dos mecanismos mais recomendados nas propostas de soluções para os problemas enfrentados pelas companhias hodiernamente.

Nesse aspecto, é relevante considerar que a análise das práticas de governança modernas afetam o estudo do padrão de conduta (*standard*) esperado para os trabalhos dos Comitês e os atos praticados pelos seus membros. Somente por esse motivo,

---

<sup>10</sup> O professor Calixto, em outra obra de sua autoria, aponta que a criação de órgãos independentes é uma alternativa moderna para uma solução, orgânica ou estrutural, dos conflitos existentes na companhia, inclusive aquele entre o entre minoritário e o controlador:

“Por solução orgânica ou estrutural quer-se significar a tentativa de resolver nos órgãos societários o problema do conflito, seja através da incorporação no órgão de todos os agentes que têm interesse ou sofrem as consequências, ou através da criação de órgãos independentes, não passíveis de ser influenciados pelos interesses conflitantes.”

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, 4ª ed., São Paulo: Malheiros, 2011, pgs. 104 e 105.

já sobressai a importância do estudo jurídico dos Comitês nas companhias abertas brasileiras, pois os deveres dos Comitês e seus membros, conforme a legislação vigente, deverão ser interpretados de acordo com essa nova realidade.

De outro turno, deve-se ter em mente que a mera transposição formal das práticas internacionais, pelas companhias brasileiras, certamente não é suficiente para que os Comitês cumpram devidamente a sua função, dentro desse novo cenário. O que se espera são resultados concretos dos atos de governança adotados – e, particularmente, dos Comitês, que passam a ter papel importante dentro da estrutura orgânica das companhias.

Sobre o assunto, em recente decisão proferida no Processo Administrativo Sancionador CVM nº18/08<sup>11</sup>, na qual se avaliou a atuação de membros dos Comitês nas companhias nacionais, o diretor Otavio Yazbek ponderou acerca da adaptação efetiva das companhias brasileiras à recente dimensão complexa em que foram inseridas (no caso, particularmente, a complexidade referia-se às operações com instrumentos financeiros, que, mal monitoradas, acarretaram risco de continuidade à atividade da companhia):

“O presente caso evidencia, a meu ver, que o advento de novas estratégias financeiras e o surgimento de novas operações não foram acompanhados de mudanças nas estruturas de governança das empresas, nos mecanismos pelos quais as empresas são geridas e a sua gestão é controlada.

Na verdade, muitas vezes os aprimoramentos, o discurso sobre ‘governança’ ou os mecanismos de controles internos nem mesmo são criados para responder a essa nova realidade financeira, a esse novo mundo em que as empresas atuam, mas muito mais em resposta a tendências, quase como um reflexo condicionado. E entre não adotar as soluções adequadas ou adotá-las apenas por mimetismo, sem atenção às reais necessidades da empresa e meramente a partir de uma receita pronta, a distância parece-me pequena. (...)

---

<sup>11</sup> Julgado em 14/12/2010.  
Disponível em: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

Começa, aí, uma progressiva e natural evolução daquele *standard* de zelo e diligência: se os conselheiros não podem fiscalizar diretamente, se muitas vezes lhes falta habilidade técnica, que se criem mecanismos que lhes permitam, de maneira mediada, apreender essa realidade e deliberar, ao cabo, de maneira informada. É aí que entram Comitês consultivos e uma série de outros mecanismos, regras e procedimentos, usualmente caracterizados sob a rubrica ‘controles internos’.”<sup>12</sup>

Destaca-se, assim, a atribuição aos Comitês de funções típicas de controle das atividades e dos atos da administração da companhia. Essa acepção dos Comitês – trazida de experiências internacionais – de órgãos de controle nas companhias traz, evidentemente, sérias implicações, sobre as quais se discorrerá ao longo do presente estudo.

Sobre o tema, é oportuno relembrar lição o professor COMPARATO, na sua famosa obra sobre o Poder de Controle na Sociedade Anônima, segundo a qual: “não é, portanto, absurdo falar-se atualmente, em português, de ‘controle do controle’, problema aliás fundamental de toda organização social”<sup>13</sup>. Na frase citada, a primeira acepção de controle consistiria “não só vigilância, verificação, fiscalização, como ato ou poder de dominar, regular, guiar ou restringir”; a segunda acepção representaria um “sentido forte de poder de dominação”<sup>14</sup>. O “controle do controle” poderia ser traduzido, entre as muitas variáveis, como o ato de guiar ou fiscalizar o poder contido nas companhias; poder esse detido, conforme o caso, por eventuais controladores e, principalmente, pelos administradores das companhias.

Nesse contexto, a ambiguidade semântica do termo “controle”, na forma apresentada pelo professor COMPARATO, serve para ilustrar o cerne do trabalho que se

---

<sup>12</sup> Voto do Diretor Otavio Yazbek no Processo Administrativo Sancionador nº 18/2008, disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

<sup>13</sup> COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 14.

<sup>14</sup> Sendo essa a definição de controle utilizada para todo o trabalho do renomado professor. COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., ps. 14 a 16.



pretende desenvolver, qual seja: a função dos Comitês nas sociedades anônimas<sup>15</sup>, de acordo com a realidade atual das companhias brasileiras e a legislação vigente.

Em outras palavras, serão avaliadas, com base em estudos mais recentes, as hipóteses em que os Comitês, como órgãos técnicos e consultivos das sociedades anônimas, exercem algum tipo de controle do poder nas sociedades anônimas ou, em sentido oposto, em quais hipóteses tais órgãos, ainda que existentes, exercem funções consideradas de menor relevo, sem grande interferência para os negócios das companhias.

O estudo das regras de governança prevaletentes no Brasil e no mundo<sup>16</sup>, combinado com a análise histórica da evolução da presença dos Comitês nas companhias, visará à obtenção de subsídios sobre as implicações jurídicas das atividades por eles realizadas.

Com um panorama da real situação dos Comitês no ambiente societário, procurar-se-á estabelecer alguns pontos que definem o novo *standard* de conduta vigente para esses órgãos nas companhias.

Em última análise, serão sistematizadas, com foco na atual conjuntura, algumas consequências fático-jurídicas dos trabalhos que tais Comitês produzem, em

---

<sup>15</sup> O professor Waldírio Bulgarelli, ao descrever a motivação para o seu estudo do Conselho Fiscal, pondera que todos os órgãos que compõem a estrutura organizacional das companhias – especialmente aqueles criados para o “controle do poder” - merecem ser avaliados criteriosamente:

“sendo inafastável a existência de instrumentos de controle sobre o poder, parece também indescartável um órgão do tipo do Conselho Fiscal (...). Razão pela qual não há de se considerar um trabalho sobre esse órgão como obra de circunstância (salvo, é claro, pelas motivações de oportunidade), já que se impõe a constante avaliação crítica dos institutos que integram o modelo jurídico das companhias”. BULGARELLI, Waldírio. *O Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1988, p. 13.

<sup>16</sup> Sobre a sociologia e dogmática no direito comparado, Ascarelli aponta o seguinte:

“O estudo do direito comparado permite a construção de vários institutos, no terreno desse direito, isto é, consideradas as características de cada instituto e não relativamente a determinado sistema, mas em muitos sistemas e, por isso, segundo características internacionalmente constantes, distinguindo as características comuns das particulares.

O estudo do direito comparado pertence aos estudos históricos e sociológicos do direito; visa, antes de mais nada, ao conhecimento do direito efetivamente aplicado, da *law in action*; não o descobrimento da regra jurídica que, consoante um determinado sistema, seria de aplicar ao caso.

Exata, por isso, a contraposição do direito comparado aos estudos de dogmática jurídica, que visam à reconstrução de um determinado sistema, tendo em vista o desenvolvimento dos princípios jurídicos e a sua aplicação para a solução de novos casos.

Essa advertência, de caráter preliminar, não deve ser esquecida no estudo do direito comparado.

Entretanto, o conhecimento do direito comparado constitui, por seu turno, sob os dois aspectos acima lembrados, um auxílio para a interpretação e a aplicação em geral com os estudos históricos e sociológicos.” ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller, 1999, pgs. 44 e 45.

contraposição ao disposto na legislação nacional e as eventuais limitações jurídicas impostas às suas atividades.

## CAPÍTULO II – OS COMITÊS NO CENÁRIO INTERNACIONAL

A presença de Comitês variados nas companhias é fenômeno recente e disperso ao redor do mundo, o que se atribui, em grande parte, a movimentos de autoridades reguladoras e/ou entidades privadas. Em alguns casos, esses movimentos surtiram efeito não só nos países de origem, mas em um espectro muito maior.

Nesse sentido, o estudo dos recentes acontecimentos nos Estados Unidos se mostra fundamental, pois, sem sombra de dúvidas, exerceram forte influência para que diversos países, em variados continentes, revisassem os conceitos que até então estavam estabelecidos, no que tange ao estabelecimento dos Comitês na estrutura administrativa das companhias. Merecem destaque, também, as recomendações contidas nos códigos de governança corporativa do Reino Unido, as quais ofereceram impulso adicional para que outros países, notadamente na Europa, criassem Comitês.

Assim, as duas primeiras partes desse capítulo dedicar-se-ão à revisão das medidas específicas que incentivaram (ou obrigaram) as companhias dos Estados Unidos e do Reino Unido a criarem Comitês. Após, na última parte, analisar-se-ão os efeitos da proliferação dessas práticas de governança ao redor do mundo, com o conseqüente advento de um certo consenso nas recomendações promulgadas, no que se refere à sugestão de criação de Comitês de variadas espécies nas companhias.

### a. Estados Unidos

É incerto o surgimento dos Comitês de Auditoria nos Estados Unidos<sup>17</sup>. Sabe-se que, em 1940, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado de capitais dos Estados Unidos, e a Bolsa de Nova Iorque (“New York Stock Exchange” ou NYSE) publicaram recomendações para que as companhias estabelecessem Comitês de Auditoria<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> *Audit Committees - The American Experience*. Discurso de Philip A. Loomis, *Comissioner* da SEC, em novembro de 1978. Disponível em <http://www.sec.gov/news/speech/1978/110378loomis.pdf>.

<sup>18</sup> Sobre o contexto do ocorrido, FICHTNER narra o seguinte:

Ao que consta, porém, foi somente a partir de 1970 que se averiguou a ampliação do interesse de grandes companhias na criação deste órgão. Essa mudança se atribui, inicialmente, ao *White Paper* publicado pela NYSE, com a seguinte assertiva:

“The Exchange believes that the Idea no longer represents a corporate luxury but has become a necessity, and we strongly recommend that each listed company form an Audit Committee.”<sup>19</sup>

Em 1977, a SEC aprovou que a NYSE estabelecesse, em seus requerimentos para as companhias abertas listadas, a exigência de Comitês de Auditoria compostos apenas por membros independentes. Ato contínuo, em 1978, a SEC exigiu que todas as companhias divulgassem a eventual existência permanente de Comitês de Auditoria, Nomeação e Remuneração em suas estruturas<sup>20</sup>. Essa exigência, não obstante, não tornou os Comitês obrigatórios, no âmbito federal.

Sucedo que, ao final da década de 90, foi descoberta a prática de manipulação de resultados (*earnings management*<sup>21</sup>) por uma grande quantidade de

---

“The modern history of the audit committee began in the United States in the late 1930s when the firm of McKesson & Robbins, Inc. made front page headlines by becoming the first major corporation to enter bankruptcy reorganization under Chapter X of the Chandler Act (Baker et al, 2006, pp. 25-26). During the ensuing SEC investigation, it was determined that approximately US\$ 19 million of assets included in McKesson's audited financial statements were fictitious (Baker et al, 2006, pp. 25-26). Ultimately, the SEC concluded that McKesson's external auditor was deficient and lacked the 'degree of independence which we deem necessary for the protection of investors'. (Baker et al, 2006, p. 26). In response, the New York Stock Exchange (NYSE) Board of Governors suggested that external auditors be selected by a committee of external directors rather than by management (Vanasco, 1994, p. 18). Shortly thereafter, the SEC recommended that the board of directors in public companies form an auditing subcommittee of non-officer board members to assure auditor independence (U.S. SEC, 1940).”

FICHTNER, Jason Royce. *The recent international growth of mandatory audit committee requirements*. International Journal of Disclosure and Governance, volume 7, num. 3, 2010, p. 228.

<sup>19</sup> *Audit Committees - The American Experience*. Discurso de Philip A. Loomis, *Comissioner* da SEC, em novembro de 1978. Disponível em <http://www.sec.gov/news/speech/1978/110378loomis.pdf>.

<sup>20</sup> BILL, Arthur H. *Audit Committee Guide*. New York: Bowne, 2008, p. 3.

<sup>21</sup> Para definição e ilustração do que a literatura internacional entende por *earnings management*, destaca-se passagem da tese de doutorado de Alessandro Broedel Lopes, que cuida do tema em capítulo central de seu trabalho:

“Earnings management is defined in the literature as ‘the purposeful intervention in the external financial reporting process with the intent of obtaining some private gain (as opposed to, say, merely facilitating the neutral operation of the process)’. It is said to occur ‘when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers’. This is the definition of earnings management as presented by Dechow and Schrand,

companhias abertas norte-americanas<sup>22</sup>. Desde então, a reação das autoridades reguladoras foi no sentido de exigir destas companhias, de maneira progressivamente incisiva, a presença de Comitês.

### 1. *Blue Ribbon Committee*

Em 1999, sob a iniciativa da Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) e da entidade de autorregulação *National Association of Securities Dealers* (NASD), foi criado o *Blue Ribbon Committee*, que teve por escopo a realização pragmática de mudanças nas funções dos Comitês de Auditoria, com relação aos relatórios financeiros e ao processo de supervisão das atividades contábeis<sup>23-24</sup>.

---

who stress three aspects: (i) purpose or intentionality; (ii) clear objective to obtain private gain, and (iii) misleading some party related to the firm.

Accounting earnings play an essential role in the corporate governance arrangements between managers and shareholders as well as with other interested parties. The intentional manipulation of earnings to deceive third parties can have important effects on the use and value of accounting numbers in corporate governance. At the limit, if investors do not believe accounting reports to be a credible picture of the economic situation of the firm, they will have to rely on other mechanisms (possibly more costly) to monitor managers.”

LOPES, Alexandro Broedel. *The relation Between Firm-Specific Corporate Governance, Cross-listing and the Informativeness of accounting numbers in Brazil*. Tese – Manchester Business School, 2009, 151.

Complementarmente, o mesmo autor, em artigo mais recente, explica que a manipulação de resultados, a despeito de ser concretizada por meio de técnicas contábeis, deve ser entendida como um fenômeno multidisciplinar:

“To understand the earnings management phenomenon a multidisciplinary approach is needed. It is the case because managers do not use accounting techniques to distort financial reports for the sake of doing it. Managers of public companies operate in a complex network of incentives which are related to the financial position of their companies, the corporate governance environment, legal and regulatory enforcement, likelihood of civil prosecution among other factors. Thus, despite the fact that earnings management is performed using accounting techniques it is not solely an accounting phenomenon. It is involved in a more complex series of relations and institutional arrangements. This interdisciplinary nature makes the study of earnings management a challenge even for seasoned researchers. It demands an obvious knowledge of financial accounting and auditing coupled with a good understanding of corporate governance and financial economics and a more than cursory knowledge of securities regulation and law enforcement.”

LOPES, Alexandro Broedel. *Earnings Management and Corporate Governance: Legal and Regulatory Implications*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 158, 2011, p. 7 a 26.

<sup>22</sup> O texto abaixo dá alguns exemplos de problemas ocorridos com a manipulação de resultados:

“In August 1998, Cendant Corporation announced that it was restating its earnings for the prior three years and that approximately \$640 million of profits reported over that period were false. (...) These revelations cost public shareholders dearly. When reports of accounting irregularities at Cendant first surfaced in April 1998, the company's shares lost over 50% of their value. (...) In another case of overstated earnings, in June 1998, reports appeared indicating that Sunbeam had manufactured its financial turnaround, not by selling more of its products, but by artificially inflating its 1997 profits by more than \$100 million.”

ROWLAND, Gregory S. *Earnings Management, the SEC, and Corporate Governance: Director Liability Arising from the Audit Committee Report* in *Columbia Law Review*, vol. 102, nº 1, 2002, p. 171.

<sup>23</sup> *Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees*, 1999, p. 2 e 3, disponível em [http://www.nasdaq.com/about/Blue\\_Ribbon\\_Panel.pdf](http://www.nasdaq.com/about/Blue_Ribbon_Panel.pdf), em 16/01/11.

<sup>24</sup> A passagem abaixo narra, em detalhes, o contexto que precedeu a criação do *Blue Ribbon Committee*:

De fato, foi estabelecida uma série de recomendações acerca da atividade dos Comitês de Auditoria, com detalhes, inclusive, sobre os processos de trabalho, relacionamento com a administração e com auditores externos, bem como sobre a divulgação dos trabalhos produzidos<sup>25-26</sup>. Como resultado, as Bolsas norte-americanas

---

“In late 1998, with his speech ‘The Numbers Game’, Chairman Levitt fired the opening salvo in the SEC’s attack on earnings management. His call to arms came at a time when reports of earnings management and deceptive accounting practices permeated the media. The financial world had been buffeted by accounting scandals at several large corporations that had cost public shareholders billions of dollars in the year prior to the Chairman’s speech. Even the bluest of the blue chip companies, General Electric, was allegedly manipulating its financial statements to smooth its earnings and report numbers that were neither too low nor too high. The need for action seemed clear, as the markets had apparently created an atmosphere in which the ‘temptations [were] great, and the pressures [to manage earnings] strong.’ The incentive for a company’s management to ‘make [its] numbers’ remains intense, as the market routinely punishes the stock of companies that miss quarterly expectations by as little as a penny.’

The growth of earnings management set off alarm bells at the SEC. In the agency’s view, earnings management had the potential to undermine American capital markets by destroying the transparency and reliability of financial reporting and, with that, investor confidence. As investor confidence eroded with the increasing lack of transparency, so would, according to Levitt, the ‘efficiency, liquidity and resiliency’ that make ‘America’s capital markets ... the envy of the world’.

With those concerns in mind, Chairman Levitt announced a nine-point plan to stem the rising tide of earnings management. Among those initiatives, and of primary significance to this Note, Levitt called for strengthening the audit committee of the board of directors so that it might better function as ‘the ultimate guardian of investor interests and corporate accountability.’ In furtherance of this goal, the New York Stock Exchange (NYSE) and the National Association of Securities Dealers (NASD) agreed to sponsor a ‘blue ribbon’ committee (Blue Ribbon Committee) to develop recommendations ‘to empower audit committees’.” ROWLAND, Gregory S. *Earnings Management, the SEC, and Corporate Governance: Director Liability Arising from the Audit Committee Report*, cit., p. 170 a 173.

<sup>25</sup> VERSCHOOR, Curtis C. *Audit Committee Essentials*. New Jersey: Wiley, 2008, pgs. 45 e 46.

<sup>26</sup> O relatório final do *Blue Ribbon Committee* contém 10 recomendações acerca dos Comitês de Auditoria. As duas primeiras sugerem que todos os membros dos Comitês de Auditoria sejam independentes; esta independência é definida como a ausência de qualquer relação com a companhia que interfira nos juízos do membro do comitê sobre a administração e a própria companhia. Na terceira, recomenda-se que os Comitês de Auditoria sejam formados por, no mínimo, três membros, todos bem versados em assuntos financeiros (*financially literate*), isto é, todos capazes de compreender e avaliar demonstrações financeiras. Ademais, ao menos um membro deve ter experiência profissional com contabilidade ou gestão financeira. A quarta recomendação é para que os trabalhos dos comitês sejam previstos em regulamento escrito aprovado por todo o Conselho de Administração das companhias, que trate do escopo das atividades dos Comitês, suas responsabilidades (e como tais responsabilidades serão tratadas), bem como da estrutura, processos e requisitos para a admissão de membros. Recomenda-se, ainda, que tal regulamento seja revisado anualmente. Na quinta recomendação, sugere-se que os Comitês de Auditoria deem ampla divulgação, aos acionistas da companhia, do teor de regulamento interno, inclusive no caso de eventuais alterações relevantes, além de apresentar aos acionistas a comparação entre o desempenho dos membros do Comitê e as previsões do regulamento. As recomendações seis e sete relacionam-se à responsabilidade dos Comitês de Auditoria na escolha dos auditores externos. O Comitê tem o papel de se informar sobre as relações entre os auditores externos e a companhia, verificando se há algo que possa comprometer a objetividade do trabalho de auditoria externa e, se for o caso, tomar as medidas necessárias para assegurar, a todo custo, a independência dos auditores, inclusive propondo a sua substituição. A oitava recomendação sugere que o Comitê de Auditoria discuta com os auditores externos os julgamentos relativos à qualidade – e não somente à adequabilidade – das demonstrações financeiras com relação aos padrões de auditoria e contabilidade geralmente aceitos. Na nona recomendação, sugere-se que o Comitê de Auditoria reporte anualmente, aos acionistas, as conclusões do órgão com relação à supervisão do preparo das demonstrações financeiras, além de reportar se houve discussões sobre os princípios contábeis adotados pela companhia dentro da sua administração e dentro do próprio Comitê. Por fim, a décima recomendação sugere que os Comitês de Auditoria discutam a revisão das demonstrações financeiras e outros documentos com os auditores independentes, antes da sua divulgação.

(AMEX, NYSE e NASD) alteraram as suas regras de listagem, para incluir novas exigências às companhias abertas, em conformidade com as recomendações do *Blue Ribbon Committee*.

A própria SEC incorporou as recomendações do *Blue Ribbon Committee* em nova regra (*Audit Committee Disclosure*)<sup>27</sup>, mormente para determinar às companhias que divulgassem o grau de participação dos Comitês de Auditoria na elaboração das demonstrações financeiras e os atos de supervisão praticados. Além disso, houve determinação para que as companhias divulgassem os regimentos internos que prescrevessem as funções e responsabilidades dos Comitês de Auditoria, bem como informações atinentes à independência dos seus membros.

Com tais medidas, os Comitês de Auditoria passaram a desempenhar funções delineadas pelos órgãos reguladores. Reconheceu-se, naquele momento, em âmbito federal, a posição dos Comitês de Auditoria nos processos relacionados à

---

*Report and Recommendations of the Blue Ribbon Committee on improving the effectiveness of corporate Audit Committees*, 1999. Disponível em [http://www.nasdaq.com/about/Blue\\_Ribbon\\_Panel.pdf](http://www.nasdaq.com/about/Blue_Ribbon_Panel.pdf).

<sup>27</sup> Vale, sobre o assunto, descrever trechos do sumário executivo preparado pela SEC, para divulgar as normas adotadas após a divulgação dos estudos preparados pelo *Blue Ribbon Committee*:

“We are adopting new rules and amendments to current rules to improve disclosure relating to the functioning of corporate audit committees and to enhance the reliability and credibility of financial statements of public companies. As more fully described in the Proposing Release, the new rules and amendments are based in large measure on recommendations made by the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees (the ‘Blue Ribbon Committee’). The new rules and amendments have been adopted in most respects as proposed, with modifications discussed below. (...)

Accordingly, the new rules and amendments:

- require that companies' independent auditors review the financial information included in the companies' Quarterly Reports on Form 10-Q or 10-QSB prior to the companies filing such reports with the Commission; (...)

- require that companies include reports of their audit committees in their proxy statements; in the report, the audit committee must state whether the audit committee has: (i) reviewed and discussed the audited financial statements with management; (ii) discussed with the independent auditors the matters required to be discussed by Statement on Auditing Standards; and (iii) received from the auditors disclosures regarding the auditors' independence required by Independence Standards Board Standard nº 1,15 as may be modified or supplemented, and discussed with the auditors the auditors' independence (...);

- require that the report of the audit committee also include a statement by the audit committee whether, based on the review and discussions noted above, the audit committee recommended to the Board of Directors that the audited financial statements be included in the company's Annual Report (...);

- require that companies disclose in their proxy statements whether their Board of Directors has adopted a written charter for the audit committee, and if so, include a copy of the charter as an appendix to the company's proxy statements at least once every three years (...);

- require that companies, including small business issuers (...) disclose in their proxy statements whether the audit committee members are ‘independent’ as defined in the applicable listing standards (...);

- provide ‘safe harbors’ for the new proxy statement disclosures to protect companies and their directors from certain liabilities under the federal securities laws.”

Disponível em <http://www.sec.gov/rules/final/34-42266.htm>.

supervisão das demonstrações financeiras<sup>28</sup>. E alguns trabalhos acadêmicos atestaram que os Comitês de Auditoria, nos moldes propostos pelo *Blue Ribbon Committee*, funcionam como instrumentos eficazes para, ao menos, evitar a manipulação de resultados nas companhias<sup>29</sup>.

Nada disso, no entanto, foi capaz de impedir novos e gravíssimos escândalos corporativos que se sucederam a partir do ano de 2000 nos Estados Unidos, relacionados a uma série de fraudes cometidas no ambiente corporativo. Em especial, tornou-se emblemático e mundialmente conhecido o colapso da companhia Enron, no final de 2001<sup>30-31</sup>.

---

<sup>28</sup> “A starting point for the development of audit committee guidelines is a recognition of the audit committee’s position in the larger governance process as it relates to the oversight of financial reporting. Certainly, it is not the role of the audit committee to prepare financial statements or engage in the myriad of decisions relating to the preparation of those statements. The committee’s job is clearly one of oversight and monitoring, and in carrying out this job it acts in reliance on senior financial management and the outside auditors. A proper and well functioning system exists, therefore, when the three main groups responsible for financial reporting - the full board including the audit committee, financial management including the audit committee, financial management including the internal auditors, and the outside auditors - form a “three-legged stool” that supports responsible financial disclosure and active and participatory oversight. However, in the view of the Committee, the audit committee must be “first among equals” in this process, since the audit committee is an extension of the full board and hence the ultimate monitor of the process.” *Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees*, 1999, p. 7, disponível em [http://www.nasdaq.com/about/Blue\\_Ribbon\\_Panel.pdf](http://www.nasdaq.com/about/Blue_Ribbon_Panel.pdf), em 16/01/11.

<sup>29</sup> XIE, Biao, DAVIDSON, Wallace N. and DADALT, Peter J. *Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee in Journal of Corporate Finance*, vol. 9, 2001; VAFEAS, Nikos. *Audit Committees, Boards, and the Quality of Reported Earnings in Contemporary Accounting Research*, vol. 22, issue 4, 2005; KLEIN, April. *Audit committee, board of director characteristics, and earnings management in Journal of Accounting and Economics*, v. 33, 2002.

<sup>30</sup> A literatura usa números para demonstrar o quão grave e significativo foi o caso Enron: “From the start of the 1990s until year-end 1998, Enron’s stock rose by 311% percent, a modest increase over the rate of growth in the Standard & Poor 500. But then the stock soared. It increased by 56% in 1999 and a further 87% in 2000, compared to a 20% increase and a 10% decline for the index during the same years. By December 31, 2000, Enron’s stock was priced at \$83.13 and its market capitalization exceeded \$60 billion, 70 times earnings and six times book value, an indication of the stock market’s high expectations about its future prospects. In addition, Enron was rated the most innovative large company in America in Fortune’s Most Admired Companies survey. Yet within a year, its image was in tatters and its stock price had plummeted nearly to zero” PALEPU, Krishna and HEALY, Paul M., *The Fall of Enron in Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n° 2, 2003, p. 2.

<sup>31</sup> Em outro trabalho, aponta-se que a Enron: “when filed for bankruptcy protection, on December 2, 2001, went from the seventh-largest company in the United States’ to the company with the largest bankruptcy filing in United States history”. MOBLEY, Martin D., *Compensation Committee Reports Post-Sarbanes-Oxley: Unimproved Disclosure of Executive Compensation Policies and Practices in Columbia Business Law Review*, 111, 2005, p. 115.



Curioso destacar que a Enron, antes de se tornar uma das protagonistas da crise que contaminou a confiança nos Estados Unidos, possuía, em sua estrutura, um Comitê de Auditoria ativo e composto por renomados profissionais<sup>32</sup>.

Com efeito, a Enron possuía um *board of directors* que atendia, de maneira ampla (e ao menos formalmente), elevados padrões de governança corporativa – ou seja, não se limitando à existência de um Comitê de Auditoria nos moldes propostos pelas entidades reguladoras. MACEY assim discorre sobre essa perspectiva, diante da avaliação da estrutura organizacional da Enron:

“The organization and structure of Enron board was also viewed as a paradigm of good corporate governance. As one commentator put it, ‘The Enron board had all of the committees one would hope to see, including an executive committee, finance committee, audit and compliance committee, compensation committee, and nominating and corporate governance committee’.”<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> “Enron’s audit committee had more expertise than many. It included Dr. Robert Jaedicke of Stanford University, a widely respected accounting professor and former dean of Stanford Business School; John Mendelsohn, President of the University of Texas’ M.D. Anderson Cancer Center; Paulo Pereira, former president and CEO of the State Bank of Rio de Janeiro in Brazil; John Wakeham, former U.K. Secretary of State for Energy; Ronnie Chan, a Hong Kong businessman; and Wendy Gramm, former Chair of US Commodity Futures Trading Commission.”

PALEPU, Krishna and HEALY, Paul M., *The Fall of Enron*, cit. p. 17.

<sup>33</sup> MACEY, Jonathan R. *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*. Princeton: Princeton University Press, 2010, p. 81.

O autor assim prossegue:

“The Enron audit committee, the committee universally acknowledged as playing the central role in monitoring, ‘had a model charter and was chaired by a former accounting professor who had served as the dean of the Stanford Graduate School of Business’. Even the more impressive was the fact that investigators found that all the members of audit committee save one had extensive familiarity with complex accounting principles. Two members of the committee, Professor Jaedicke and Lord Wakeham, had formal accounting training and professional experience in accounting.

(...)

Consistent with the best corporate governance practices as mentioned above, the members of the audit committee, the compensation committee, and the nominating committee all were made up of outside directors unaffiliated with management. Indeed, one of the great ironies of the myriad new corporate governance rules passed by courts, legislatures, administrative agencies, and stock exchanges in response to the collapse of Enron is that Enron itself met or exceeded the higher standards ostensibly promulgated to prevent future ‘Enrons’. Oddly, if Enron survived to this day, it would not have to change its corporate governance structure at all to conform the requirements of the Sarbanes-Oxley Act”.

O caso Enron expôs, destarte, não só exemplos de ineficiência dos Comitês de Auditoria, mas também dos demais Comitês que a companhia possuía.

O que veio a ser posteriormente apurado foi o fato de que os membros dos Comitês diversos da Enron não cumpriram devidamente seus papéis, pois deixaram de fiscalizar, cética e profundamente, as complexas transações que afetavam a companhia, satisfazendo-se com meras apresentações da administração<sup>34</sup>. Por essa mesma razão, os membros Comitês da Enron foram acusados de descumprir o *duty of care*, pela não detecção das fraudes perpetradas na companhia<sup>35</sup>.

Mais uma vez, portanto, houve um clamor por alterações na estrutura regulatória afeta às companhias abertas.

## 2. *Sarbanes-Oxley Act*

A resposta ao caso Enron e outros colapsos corporativos<sup>36</sup> materializou-se com a edição do *Sarbanes-Oxley Act* de 2002<sup>37</sup>, ato que, para muitos, seria o precursor da maior modificação na regulação das atividades das companhias abertas norte-americanas desde a edição do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, que criaram a SEC e marcaram o início da regulação estatal daquelas companhias<sup>38-39-40</sup>.

---

<sup>34</sup> Conclusão contida em trabalho investigativo feito para apurar as causas que permitiram as fraudes que se perpetraram na Enron Corp. Sobre os trabalhos do Comitê de Auditoria e de outros Comitês da Enron concluiu-se o seguinte:

“While there was important information that appears to have been withheld from the Board, the annual reviews of LJM [empresa criada pelo Diretor Financeiro da Enron, que compôs o esquema das fraudes praticadas] transactions by the Audit and Compliance Committee (and later also the Finance Committee) appear to have involved only brief presentations by Management (with Andersen present at the Audit Committee) and did not involve any meaningful examination of the nature or terms of the transactions.”

*Report of investigation by the special investigative committee of the board of directors of Enron Corp.* William C. Powers, Jr., Raymond S. Troubh and Herbert S. Winokur, Jr., 2002, disponível em <http://www.uic.edu/classes/actg/actg593/Readings/Enron/Docs/Powers.pdf>.

<sup>35</sup> “The Audit Committee was to review the transactions annually. There also was active concealment of negative information by middle management. (...) The three committee reviews of the ongoing LJM-related transactions were conducted quickly, lasting no more than 10 or 15 minutes, without probing questions being asked.”

BRATTON, William W., *Enron and the Dark Side of Shareholder Value - Georgetown Law Faculty Publications and Other Works in Tulane Law Review*, 2002, p. 1333.

<sup>36</sup> Como citado no início, o caso Enron foi apenas um entre uma série de outros relacionados a fraudes corporativas. Ver nota 2 e texto relacionado.

<sup>37</sup> Conhecido também como: *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*.

<sup>38</sup> Nesse sentido, sobre o contexto da edição do *Sarbanes-Oxley Act*:

O *Sarbanes-Oxley Act* teve como principal objetivo restaurar a confiança dos investidores norte-americanos na integridade das companhias de capital aberto, em especial com relação às publicações financeiras e processos de auditoria<sup>41-42</sup>.

Com relação aos Comitês de Auditoria, o *Sarbanes-Oxley Act* não os definiu como órgãos obrigatórios. Porém, estabeleceu que, na ausência desses Comitês, todo o *board* responderá pelas suas atribuições<sup>43</sup>. Vale dizer, caso a empresa não constitua um Comitê de Auditoria, as novas exigências que a norma legal prevê para este órgão serão, todas, atribuídas ao *board* – inclusive aquelas relacionadas aos critérios de independência e à obrigatoriedade de divulgação de relatórios anuais de trabalhos do Comitê de Auditoria.

Considerando, ainda, as regras de autorregulação das Bolsas de Valores que já haviam tomado providências para exigir a presença de Comitês de Auditoria, após o *Sarbanes-Oxley Act* tornou-se virtualmente impossível para as companhias norte-americanas funcionar sem este órgão<sup>44</sup>.

---

“The closest historical analogy to these startling events is the enactment of the Securities Act of 1933’ and the Securities Exchange Act of 1934’, both of which were adopted back in the depths of the Great Depression, when the modern securities regulation system was being formed. What makes the current events so astonishing is that they were both totally unexpected and extremely substantial in character.”

HAMILTON, Robert W. *The Crisis in Corporate Governance: 2002 Style*. cit., p. 5.

<sup>39</sup> VERSCHOOR, Curtis C. *Audit Committee Essentials*. New Jersey: Wiley, 2008, p. 6.

<sup>40</sup> No mesmo sentido:

“The Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act 2002 (Sarbanes-Oxley) represents the single most significant change to governance business organizations since the New Deal architecture erected in the 1930’s. The coalescence of exogenous (a deteriorating crisis of confidence in the integrity of the market system) and endogenous (the desire of politicians to erect a firewall against accusations of causal responsibility) factors transformed the balance of power within Congress”

O’BRIEN, JUSTIN. *Redesigning Financial Regulation*. New Jersey: Wiley, 2007, p. 7.

<sup>41</sup> BILL, Arthur H. *Audit Committee Guide*. New York: Bowne, 2008, p. 7.

<sup>42</sup> Além das disposições sobre os Comitês de Auditoria, que serão adiante estudadas, ressaltam-se, entre outras, as seguintes previsões do *Sarbanes-Oxley Act*: (i) a criação do *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), órgão que passou a ser responsável pela fiscalização das empresas de auditorias independentes; (ii) a existência de regras relativas à independência do auditor externo das companhias, com o objetivo de mitigar eventuais conflitos de interesses na atividade, inclusive com a restrição na prestação de serviços de consultoria, por exemplo; (iii) a obrigação de *disclosure* das transações financeiras dos executivos das companhias; (iv) a definição de padrões de conduta para a divulgação de análises financeiras, com regras para *disclosure* das situações de eventuais conflitos de interesses; (v) a tipificação de crimes específicos relacionados à manipulação ou alteração de dados financeiros ou interferência nas investigações sobre a ocorrência de fraudes; e (vi) no mesmo sentido, a previsão de “crimes do colarinho branco”, praticados no mercado de capitais.

<sup>43</sup> (3) AUDIT COMMITTEE.—The term “audit committee” means— (A) a committee (or equivalent body) established by and amongst the board of directors of an issuer for the purpose of overseeing the accounting and financial reporting processes of the issuer and audits of the financial statements of the issuer; and (B) if no such committee exists with respect to an issuer, the entire board of directors of the issuer.”

*Sarbanes-Oxley Act*, Sec. 02. Definitions.

<sup>44</sup> BILL, Arthur H. *Audit Committee Guide*. Cit., p. 2.

Quanto ao conteúdo, boa parte das disposições que se encontravam presentes no *Blue Ribbon Committee* foram reproduzidas no *Sarbanes-Oxley Act*, ao menos em essência<sup>45</sup>.

Porém, o *Sarbanes-Oxley Act* incrementou as atribuições previstas aos Comitês de Auditoria, com a previsão de novas funções.

Entre as novidades da lei está no dever de receber de denúncias e reclamações encaminhadas por funcionários da companhia ou terceiros, em relação aos assuntos de sua competência (*accounting, internal accounting controls or auditing matters*). Nesse sentido, os Comitês de Auditoria devem estabelecer procedimentos para o tratamento de assuntos confidenciais e denúncias anônimas (*whistleblower*)<sup>46</sup>.

Além disso, o *Sarbanes-Oxley Act* prevê que os Comitês de Auditoria devem ter autoridade para contratar consultores independentes, para auxílio das tarefas de sua competência, recebendo provisões adequadas para tanto.

Sobre a qualificação técnica dos membros do Comitê de Auditoria, o *Blue Ribbon Committee* já recomendava que fossem versados em assuntos financeiros. O *Sarbanes-Oxley Act* foi bastante além nesse aspecto, prevendo requisitos para que se possa considerar um membro do Comitê como um *expert* financeiro. A lei exige, ainda, que a companhia divulgue se o seu Comitê de Auditoria é composto por pelo menos um especialista financeiro (*financial expert*) - caso contrário, a companhia deve divulgar publicamente os motivos pelos quais esse profissional não compõe o órgão.

Vale anotar, por fim, que o *Sarbanes-Oxley Act* não faz distinção para a sua aplicabilidade entre empresas locais ou estrangeiras<sup>47</sup>. Dessa forma, por essa e por outras

---

<sup>45</sup> “The elements of SOX (2002) [*Sarbanes-Oxley Act*] related to audit committees mirrored the majority of the BRC [*Blue Ribbon Committee*] effectiveness steps and added a requirement that audit committees establish fraud reporting and whistleblower provisions.”

MYERS, Patricia M., ZIEGENFUSS, Douglas E., *Audit committee pre-Enron efforts to increase the effectiveness of corporate governance in Corporate Governance*, vol. 6, 2006, p. 51.

<sup>46</sup> Especificamente sobre o recebimento de denúncias (*whistleblower procedures*), a legislação federal dos Estados Unidos aprimorou-se mais uma série de vezes, após o *Sarbanes-Oxley Act*. Em especial, o *Dodd-Frank Act*, de 2010 incentiva sejam feitas denúncias diretamente para a autoridade reguladora, a SEC. Isso gerou algumas críticas, no sentido de que, com isso, ter-se-ia reduzido o incentivo para que as denúncias fossem feitas diretamente para os Comitês de Auditoria, o que, em muitos casos, seria a medida mais apropriada para detecção de impropriedades nas declarações financeiras.

Sobre o assunto, v. declaração do *American Institute of Certified Public Accountants*, disponível em <http://www.aicpa.org/advocacy/issues/pages/whistleblowerrules.aspx>.

<sup>47</sup> Conforme esclarecimento da SEC:

razões (que serão adiante avaliadas), o *Sarbanes-Oxley Act*, além de consagrar os Comitês de Auditoria como órgãos de suma importância para as companhias, surtiu efeitos que extrapolaram o território norte-americano, afetando, direta ou indiretamente, um sem número de companhias estabelecidas ao redor do globo, aqui incluídas as companhias brasileiras.

### 3. Medidas pós-Sarbanes-Oxley Act

Em abril de 2003, a SEC divulgou novas regras (*Standards Relating to Listed Company Audit Committees - Final Rule*), em revisão às disposições do *Sarbanes-Oxley Act*. Em especial, a regra consolidada dispõe que os Comitês de Auditoria devem ser compostos, única e exclusivamente, por membros independentes em relação à administração. Foram feitos, também, aprimoramentos atinentes aos requerimentos de *disclosure* sobre as atividades dos Comitês de Auditoria<sup>48</sup>.

Já no ambiente privado, as Bolsas de Valores tomaram medidas importantes, que não se limitaram à adequação das suas regras ao *Sarbanes-Oxley Act*. Foram além e implementaram regras de listagem prevendo funções também para outros tipos de Comitês.

Em 2003, a NYSE, no que chamou de *Corporate Governance Rules*<sup>49</sup>, passou a exigir das companhias listadas, obrigatoriamente, Comitês de Nomeação (ou de Governança Corporativa)<sup>50</sup> e de Remuneração<sup>51</sup>. Em ambos os casos, os Comitês devem

---

“Section 10A(m) of the Exchange Act makes no distinction between domestic and foreign issuers. With the growing globalization of the capital markets, the importance of maintaining effective oversight over the financial reporting process is relevant for listed securities of any issuer, regardless of its domicile. Many foreign private issuers already maintain audit committees, and the global trend appears to be toward establishing audit committees. Thus, as proposed, the Commission's direction to the SROs will apply to listings by foreign private issuers as well as domestic issuers.”

Disponível em <http://www.sec.gov/rules/final/33-8220.htm>.

<sup>48</sup> SEC 17 CFR PARTS 228, 229, 240, 249 and 274 - *Standards Relating to Listed Company Audit Committees - Final Rule*

Disponível em <http://www.sec.gov/rules/final/33-8220.htm#paper>

<sup>49</sup> Disponível em <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf>.

<sup>50</sup> “4. (a) Listed companies must have a nominating/corporate governance committee composed entirely of independent directors.

(b) The nominating/corporate governance committee must have a written charter that addresses:

(i) the committee's purpose and responsibilities – which, at minimum, must be to: identify individuals qualified to become board members, consistent with criteria approved by the board, and to select, or to recommend that the board select, the director nominees for the next annual meeting of shareholders; develop

possuir regimento interno escrito e público, que defina os seus propósitos e responsabilidades, além da forma de avaliação de desempenho anual das atividades praticadas. Outrossim, a regra da NYSE determina que tais Comitês devem ser inteiramente compostos por membros independentes, nos termos lá especificados<sup>52</sup>.

Acerca dos Comitês de Nomeação, a NYSE clarifica que estes órgãos são fundamentais para as companhias, pois a nomeação dos membros do *board* e dos membros dos demais Comitês seria uma das funções mais importantes do próprio *board*. O Comitê de Nomeação, portanto, teria por objetivo assegurar a independência e qualidade dos membros que nomeia. A norma menciona os Comitês de Nomeação como instrumentos relevantes para aprimorar a governança corporativa das companhias.

Com relação ao Comitê de Remuneração, trata-se de órgão que, segundo a NYSE, deve estudar a relação entre a remuneração de longo prazo dos administradores da companhia (CEO<sup>53</sup>, em especial) em contraposição ao desempenho da companhia e ao respectivo retorno aos acionistas. No mesmo sentido, deve avaliar, comparativamente, os incentivos dos executivos em outras companhias, em situações similares. Com base nessas análises, o Comitê de Remuneração estipula e aprova a remuneração do CEO, assim como faz recomendações ao *board of directors* com relação à remuneração dos demais executivos da companhia. Para a realização dos seus trabalhos, a norma da NYSE dispõe que o Comitê deve ter autonomia para contratar consultorias especializadas.

---

and recommend to the board a set of corporate governance principles applicable to the corporation; and oversee the evaluation of the board and management; and  
(ii) an annual performance evaluation of the committee.”

<sup>51</sup> “5. (a) Listed companies must have a compensation committee composed entirely of independent directors.

(b) The compensation committee must have a written charter that addresses:

(i) the committee’s purpose and responsibilities – which, at minimum, must be to have direct responsibility to:

(A) review and approve corporate goals and objectives relevant to CEO compensation, evaluate the CEO’s performance in light of those goals and objectives, and, either as a committee or together with the other independent directors (as directed by the board), determine and approve the CEO’s compensation level based on this evaluation; and

(B) make recommendations to the board with respect to non-CEO compensation, incentive-compensation plans and equity-based plans; and

(C) produce a compensation committee report on executive compensation as required by the SEC to be included in the company’s annual proxy statement or annual report on Form 10-K filed with the SEC;

(ii) an annual performance evaluation of the compensation committee”.

<sup>52</sup> Aliás, a questão da independência é notável nos mandamentos da NYSE em análise. É o que se verifica de sua primeira regra, que determina que o *board* das companhias listadas seja composto, em sua maioria, por membros independentes. A explicação dada para esse mandamento é a seguinte:

“Effective boards of directors exercise independent judgment in carrying out their responsibilities. Requiring a majority of independent directors will increase the quality of board oversight and lessen the possibility of damaging conflicts of interest.”

<sup>53</sup> “Chief executive officer”, que equivale, no Brasil, ao cargo de Diretor Presidente.

A Bolsa de Valores *Nasdaq Stock Market* (NASDAQ), por sua vez, em regras que também avocam a expressão “Corporate Governance”<sup>54</sup>, não obrigou as companhias listadas a manterem novos Comitês, além do Comitê de Auditoria.

No entanto, a NASDAQ exigiu que a remuneração do CEO e demais executivos fosse determinada ou recomendada por um Comitê de Remuneração (composto por diretores independentes), ou, na ausência deste órgão, por decisão de administradores independentes<sup>55</sup>. A eventual participação de membros considerados não independentes na avaliação da remuneração dos administradores só pode ocorrer em caráter excepcional e, nesses casos, a companhia deve divulgar as razões para essa excepcionalidade.

O mesmo foi feito com relação ao Comitê de Nomeação<sup>56</sup>. A NASDAQ passou a exigir que, na ausência desse órgão, as escolhas dos executivos da companhia (e inclusive de membros dos Comitês) sejam feitas por diretores independentes. Ainda, exige que as companhias adotem um regimento interno contendo disposições sobre o processo de nomeação de executivos.

Além da NYSE e NASDAQ, outras Bolsas de Valores norte-americanas criaram novas regras, relativas a Comitês, sempre no mesmo sentido<sup>57</sup>, sendo certo que tais regras, em sua grande maioria, tais regras permanecem vigentes.

---

<sup>54</sup> “Rules 4200, 4200A, 4350, 4350A, 4351, and 4360”.

Disponível em <http://www.nasdaq.com/about/CorporateGovernance.pdf>.

<sup>55</sup> “Compensation of Officers

(A) Compensation of the chief executive officer of the company must be determined, or recommended to the Board for determination, either by:

(i) a majority of the independent directors, or

(ii) a compensation committee comprised solely of independent directors.

The chief executive officer may not be present during voting or deliberations.

(B) Compensation of all other executive officers must be determined, or recommended to the Board for determination, either by:

(i) a majority of the independent directors, or

(ii) a compensation committee comprised solely of independent directors.”

<sup>56</sup> “Nomination of Directors

(A) Director nominees must either be selected, or recommended for the Board’s selection, either by:

(i) a majority of the independent directors, or

(ii) a nominations committee comprised solely of independent directors.

(B) Each issuer must certify that it has adopted a formal written charter or board resolution, as applicable, addressing the nominations process and such related matters as may be required under the federal securities laws.”

<sup>57</sup> V. BILL, Arthur H. *Audit Committee Guide*. New York: Bowne, 2008, pgs. 23 e 24, que relata as medidas da então ativa *American Stock Exchange* (AMEX – posteriormente adquirida pela NYSE, em 2008, conf. informação disponível em: <http://library.findlaw.com/2003/Dec/15/133279.html>).

Após esses movimentos contemporâneos ao *Sarbanes-Oxley Act*, anda é possível encontrar medidas que incentivam a criação de Comitês nas companhias.

Exemplo disso é o recente *Dodd-Frank Act*<sup>58</sup>, de julho de 2010, que dispôs sobre novas regras para os Comitês de Remuneração (nos moldes já previstos nas regras de listagem das Bolsas). O *Dodd-Frank Act* enaltece as preocupações das autoridades norte-americanas acerca da independência dos membros dos Comitês de Remuneração – no caso, as regras de independência da lei alcançam até as consultorias externas eventualmente contratadas para auxiliar os trabalhos do Comitê de Remuneração<sup>59</sup>.

Ademais, o *Dodd-Frank Act* dispõe sobre um novo órgão para as companhias: os Comitês de Risco. Este Comitê, contudo, não é obrigatório para todas as companhias abertas, mas apenas para as instituições financeiras não bancárias, supervisionadas pelo *Federal Reserve System* (FED)<sup>60</sup>, e para *bank holding companies*<sup>61-62</sup>.

Conforme o *Dodd-Frank Act*, os Comitês de Risco devem ser responsáveis por supervisionar a exposição de risco das companhias, analisando a natureza e valor das operações, além de outros fatores de risco considerados relevantes pelo FED. O órgão deve ser composto exclusivamente por membros independentes e contar com ao menos um *expert* em *risk management*, com experiência na avaliação de exposições de risco, em companhias de grande porte<sup>63</sup>.

#### 4. Situação Atual nos Estados Unidos

---

<sup>58</sup> Disponível em <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.

<sup>59</sup> V. Section 952, que acresce a “Section 10c” ao “Securities Exchange Act of 1934”, sob o título de “Compensation Committee Independence”.

<sup>60</sup> Órgão equivalente ao Banco Central, no Brasil.

<sup>61</sup> No caso das *holdings*, a exigência é faz para aquelas companhias cujo total de ativos consolidados não seja inferior a U\$10 bilhões.

<sup>62</sup> Inicialmente, a minuta inicial do *Dodd-Frank Act* propunha a criação de Comitês de Risco para todas as companhias listadas. Na versão final, como visto, a imposição se limita a algumas companhias prestadoras de serviços financeiros.

BAINBRIDGE, Stephen M., *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II* in *UCLA School of Law, Law-Econ Research*, Paper nº 10-12, 2010, p. 17.

<sup>63</sup> V. Section 165, do *Dodd-Frank Act*.



Como resultado dessa torrente de regras dispendo sobre os Comitês nas estruturas das Companhias, algumas pesquisas apontam que, a partir de 2001, 100% das companhias que compõem o índice *Standards and Poors 500* (S&P 500)<sup>64</sup> já possuíam Comitês de Auditoria e de Remuneração. A partir de 2006, 99% dessas mesmas companhias também já contavam com Comitês de Nomeação ou Governança<sup>65</sup>.

Em levantamento mais recente, de 2010, a consultoria Spencer Stuart indica que 70% dos Conselhos de Administração das Companhias que compõem o S&P 500 possuem mais do que os três Comitês citados (Auditoria, Remuneração e Nomeação). Nesse cômputo, mais comuns são os Comitês Executivos (35%) e de Finanças (33%)<sup>66</sup>.

## **b. Reino Unido**

A história da criação da legislação referente às companhias no Reino Unido (*Companies Act*) é formada, em larga medida, da consolidação de legislações esparsas, criadas ao longo do tempo.

O primeiro *Company Act* a que a literatura se refere foi criado em 1844 e cuidava do próprio registro das companhias (*The Joint Stock Companies Act 1844*). A seguir, destaca-se o *1862 Act*, que é definido como a base para as legislações subsequentes. Ao longo dos anos, grande parcela da legislação societária do Reino Unido teve por escopo, em especial, a prevenção de fraudes e demais condutas desonestas por parte da administração das companhias. Não obstante, verificava-se a ocorrência de sucessivos escândalos corporativos, relacionados, em boa parte, em razão de lacunas na legislação então vigente<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup> “The S&P 500 has been widely regarded as the best single gauge of the large cap U.S. equities market since the index was first published in 1957. The index has over US\$ 4.83 trillion benchmarked, with index assets comprising approximately US\$ 1.1 trillion of this total. The index includes 500 leading companies in leading industries of the U.S. economy, capturing 75% coverage of U.S. equities.”

Disponível em <http://www.standardandpoors.com>.

<sup>65</sup> Pesquisa da consultoria Spencer Stuart, disponibilizada em matéria da Revista Capital Aberto, *Braços do Conselho*, de maio de 2007.

<sup>66</sup> *2011 Spencer Stuart Board Index*.

Disponível em [http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/SSBI\\_2011\\_final.pdf](http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/SSBI_2011_final.pdf)

<sup>67</sup> MORTIMORE, Simon. *Company Directors – Duties, Liabilities, and Remedies*. New York: Oxford. 2009, p. 44 a 46.

A legislação recebeu complementos durante todo o século XX, com aperfeiçoamento na atribuição das responsabilidades<sup>68</sup>. Com o passar dos anos, a legislação vigente no Reino Unido para as companhias tornou-se significativamente maior e mais complexa<sup>69</sup>.

Mais uma vez, mesmo diante de um arcabouço regulatório mais robusto, novos escândalos corporativos foram noticiados. Notadamente, entre o fim da década de 80 e início de 90, proeminentes empresas no Reino Unido, tal como Ferranti, Colorol Group, Pollypeck, Bank of Credit and Commerce International e Maxwell Communication, apresentaram problemas que abalaram a forma de encarar as regras vigentes.

As falhas que acarretaram os referidos escândalos foram atribuídas, principalmente, a fracos sistemas de governança e pouca fiscalização dos administradores. Na prática, em muitos casos, o controle das companhias estava nas mãos de um único executivo (o CEO), que escolhia, ao seu livre arbítrio, até mesmo os administradores que deveriam compor a parcela independente do *board*<sup>70</sup>.

Na tentativa de propor soluções para esses problemas, e por iniciativa do *Financial Reporting Council*, entidade de autorregulação da Bolsa de Valores Londrina, foi criado o *Cadbury Code*<sup>71,72</sup>. Publicado em dezembro de 1992, o documento é

---

<sup>68</sup> Nesse sentido, o relatório do *Greene Committee*, de 1925, que influenciou as emendas às alterações legislativas subsequentes, teve por fundamento, entre outros fatores, o seguinte:

“We realise that the system of limited liability leaves opportunities for abuse. Some of these we consider to be part of the price which the community has to pay for the adoption of a system so beneficial to its trade and industry. It appears to us, as a matter of general principle, must undesirable, in order to defeat an occasional wrongdoer, to impose restrictions which would seriously hamper the activities of honest men and would inevitably re-act upon the commence and prosperity of the country.”

Disponível em [http://www.takeovers.gov.au/content/Resources/other\\_resources/Greene\\_Committee.aspx](http://www.takeovers.gov.au/content/Resources/other_resources/Greene_Committee.aspx).

<sup>69</sup> “Not surprisingly, the most important source of company law is legislation and it is a source which has been enormously fertile. The increase in the sheer volume of statutory provisions which apply to companies has been phenomenal. The 1844 Act, which first provided for the incorporated registered company, contained only 80 sections, with 10 schedules. The latest consolidating Act, the Companies Act 1985, contains nearly 700 sections, with 25 schedules, and now this Act is far from being considered as the complete, or even latest, word on the law relating to companies.”

GOULDING, Simon. *Company Law – 2<sup>nd</sup> ed.* London: Cavendish, 1996, p. 16.

<sup>70</sup> Sobre o assunto, DAVIES comenta que:

“the non-executive director (...) was generally chosen by the CEO and expected to do little or nothing other than to attend a reasonable number of board meetings (...) to do as the CEO wished”.

DAVIES, Paul L. *Principles of Modern Company Law*, 8<sup>th</sup> edition, Londres: Sweet & Maxwell, 2008, pgs. 402.

<sup>71</sup> DAVIES reforça a questão da concentração de poderes no *board* como uma das preocupações centrais do *Cadbury Code*:

“What was the corporate governance problem which Cadbury sought to address? Although it identified a number of problems, the central one might be thought to have been the domination of companies, not just by top management, but by a single over-powerful managing director or chief executive officer (CEO). The fact

considerado um marco no pensamento sobre a governança corporativa<sup>73</sup>. À época de sua edição, inclusive, recebeu amplo apoio público e motivou profundas alterações no Regulamento de Listagem da Bolsa de Londres<sup>74</sup>.

As questões tratadas no *Cadbury Code* referem-se ao controle das atividades dos administradores das companhias. As ações desses administradores passariam a ser reportadas por relatórios detalhados e, principalmente, supervisionadas por órgãos diversos. O principal objetivo, portanto, seria elevar os *standards* de governança corporativa e o nível de confiança nos relatórios financeiros e trabalhos de auditoria, estabelecendo clara definição das responsabilidades dos administradores<sup>75</sup>.

Como resultado, o *Cadbury Code* se tornou referência em estudos sobre governança corporativa não só no Reino Unido, mas também em outros lugares do mundo:

“The Cadbury (...) struck a chord in many overseas countries; it has provided a yardstick against which standards of corporate governance in other markets are being measured.”<sup>76-77</sup>

---

that other executives may take up seats on the board gives, of course, only the illusion of constraint on the CEO in such a company, because the other directors may equally owe their board positions to the patronage of the CEO. Whilst not talking the view that all or even a majority of large British companies were governed in this way, the thrust of the [*Cadbury*]'s proposals was towards putting in the place a board structure which would render such dominance by a single person less likely, through the introduction of various counter-balances to the executive management of the company”.

DAVIES, Paul L. *Principles of Modern Company Law*, 8<sup>th</sup> edition, Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 403.

<sup>72</sup> Também sobre a necessidade de balancear os poderes que vigoravam na administração das companhias no Reino Unido:

“At its issuance, the Cadbury Report was greeted with skepticism both by those who felt that it went too far and by those who felt that it did not go far enough. The general unease of those who felt it went too far can be summarized as a concern that the delicate balance between shareholders and managers is better left to the forces of competition. A less generous interpretation of this perspective, which was most frequently espoused by corporate managers, might be characterized as ‘leave us alone—we know best’

DAHYA, Jay, McCONNELL, John J. and TRAVLOS, Nickolaos H. *The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover*. The Journal of Finance, vol. 57, n<sup>o</sup>. 1, 2002, pgs. 461 e 462.

<sup>73</sup> “Since the Cadbury report in 1992, the corporate governance code movement has swept from the United Kingdom all over the world. The resultant codes usually concentrate on the board and internal corporate governance, including auditing.”

COFFEE, John C. Jr. *Inventing a Corporate Monitor for Transitional Economies in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation in The American of Society of Comparative Law*, volume 59, issue 1, 2011, pgs. 69 a 70.

<sup>74</sup> HAMPEL, Ronnie. *Committee on Corporate Governance. Final Report*. London: Gee, 1998, p. 8.

<sup>75</sup> CADBURY, Adrian. *The Committee on Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee, 1992, p. 10 a 14.

<sup>76</sup> HAMPEL, Ronnie. *Committee on Corporate Governance. Final Report*. cit., p. 8.

<sup>77</sup> Ainda sobre o pioneirismo do *Cadbury Code* na Europa:

“Codes of Best Practice have been issued in a number of European countries, starting with the UK in 1992.” KEASEY, et al. *Corporate Governance – Accountability, Enterprise and International Comparisons*, New Jersey: Wiley. 2005, p. 256

Entre as recomendações, o *Cadbury Code* já previa a criação dos Comitês de três tipos: Auditoria, Remuneração e Nomeação<sup>78</sup> (adiante-se, por oportuno, que a semelhança desses Comitês com aqueles comumente encontrados nos Estados Unidos não é mera coincidência, o que será explicado em Capítulo posterior, acerca da convergência das regras de governança corporativa).

Bem recebidas, as recomendações do *Cadbury Code* evoluíram e foram sendo incorporadas em todos os códigos de governança subsequentes, tais como: o *Greenbury Report* (1995), que ressaltou o papel do comitê de remuneração; e o *Hampel Report* (1998), no qual foram enfatizados princípios de governança corporativos extraídos dos códigos anteriores.

Finalmente, em consolidação aos códigos existentes, foi elaborado *The UK Corporate Governance* (primeiramente chamado de *Combined Code*, justamente por ter sido criado na combinação dos códigos anteriormente existentes).

Sobre os Comitês, a última versão do *The UK Corporate Governance*, de maio de 2010, consolidou o entendimento de que as companhias devem contar, ao menos, com os Comitês de Auditoria, Remuneração e Nomeação. Em essência, esses comitês devem formados por administradores não executivos (*non-executive directors*) e têm o principal objetivo de assegurar a independência na análise de questões sensíveis às companhias.

Sob essa linha de pensamento, as práticas de governança estabelecidas no Reino Unido qualificam os Comitês como fundamentais para o controle das atividades dos administradores.

Numa primeira vista, *The UK Corporate Governance* não produz efeitos juridicamente vinculativos para as companhias<sup>79-80</sup>.

---

<sup>78</sup> “The effectiveness of a board is buttressed by its structure and procedures. One aspect of structure is the appointment of committees of the board, such as the audit, remuneration and nomination committees, referred to later in the report.”

CADBURY, Adrian. *The Committee on Financial Aspects of Corporate Governance*. cit., p. 24.

<sup>79</sup> MORTIMORE, Simon. *Company Directors – Duties, Liabilities, and Remedies*. New York: Oxford. 2009, p. 57.

<sup>80</sup> Sobre a sujeição das regras relativas aos Comitês de Auditoria apenas a uma espécie de *soft law*, v. FERRARINI, Guido, et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. New York: Oxford, 2004, p. 191.

Porém, conforme alguns autores, essa ausência de vinculação aos códigos de governança no Reino Unido deve ser relativizada. DAVIES, por exemplo, ao avaliar a força legal do código de governança vigente no Reino Unido, argumenta que: “at the center of the CC [Combined Code] there is perfectly a ‘hard’ obligation”. Isso se daria principalmente em razão das regras de listagem das Bolsas, que exigem o cumprimento dos códigos de governança: “the sanctions which can be applied to both companies and directors for non-compliance with the listing rules are extensive”<sup>81</sup>.

O autor explica que o eventual lado “fraco” dos códigos de governança, relativo a determinadas práticas a que as companhias não estariam obrigadas a atender – práticas não exigidas pelas Bolsas, por exemplo – seria compensado pelo princípio conhecido como *comply or explain*. De acordo com esse princípio, caso a companhia não cumpra com o código, terá o dever de explicar as razões para isso.

Ao final, em termos práticos, o autor conclui que, na maioria dos casos: “companies have chosen to comply with the Combined Code rather than to explain”<sup>82-83</sup>.

De toda maneira, é seguro dizer que o *Cadbury Code*, assim como os códigos que o sucederam, resultou em severas modificações na estrutura das companhias

---

<sup>81</sup> DAVIES, Paul L. *Principles of Modern Company Law*, 8<sup>th</sup> edition, Londres: Sweet & Maxwell, 2008, pgs. 405 e 406.

E, no mesmo sentido:

“The *Code* has not been enshrined into U.K. law and compliance with its key provisions is entirely voluntary. Nevertheless, the *Code* is not without ‘teeth’. First, the Cadbury Committee’s report explicitly recognizes that legislation would very likely follow if companies did not comply with the guidelines of the *Code* (*Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, Section 1.1). Second, the report has been given further bite by the London Stock Exchange (LSE), which, since June 1993, has required a statement from each listed company that spells out whether the company is in compliance with the *Code* and, if not, requires an explanation as to why the company is not in compliance.”

DAHYA, Jay, McCONNELL, John J. and TRAVLOS, Nickolaos H. *The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover*. *The Journal of Finance*, vol. 57, nº. 1, 2002, p. 462.

<sup>82</sup> DAVIES, Paul L. *Principles of Modern Company Law*, 8<sup>th</sup> edition, Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 406.

Ao final, o autor pondera que, mesmo quando não há observância das regras de governança corporativa, algumas companhias têm apresentado bons motivos para, no seu caso particular, deixar de atender a determinados comandos.

<sup>83</sup> Ainda sobre o princípio *comply or explain* e seus efeitos, DAVIES, em outra texto, explica o seguinte:

“‘comply or explain’ clearly puts the burden of action in response to non-compliance with the Combined Code upon the shareholders of the reporting company. Any action in respect of non-compliance is for the shareholders to initiate, not the listing authority or any other public authority. This emphasises the traditional shareholder focus of governance”

DAVIES, Paul. *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* working paper, 2001, p. 9.

Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=262959>

do Reino Unido<sup>84-85</sup>, com influências que atingiram demais companhias na Europa. Conforme veremos mais adiante,

Por fim, cumpre ressaltar que, em novembro de 2009, foi proposta revisão no *UK Corporate Governance*, específica para bancos e outras instituições financeiras do Reino Unido, em documento conhecido como “Walker Review”, feito sob a perspectiva da crise financeira de 2008. Entre outras recomendações é sugerida a criação de um Comitê de Risco nessas instituições, que desempenhe funções distintas dos Comitês de Auditoria<sup>86</sup>.

### c. Outros Países

As recentes manifestações sobre os Comitês, verificadas nos Estados Unidos e no Reino Unido, têm ocorrido em diversas jurisdições ao redor do mundo.

Sobre o assunto, em 2004 a OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*) publicou levantamento sobre a evolução da governança

<sup>84</sup> VAFEAS, em trabalho de 1998, estimou que cerca de 85% das companhias possuíam Comitês de Auditoria e Remuneração, “much in line with the Cadbury recommendations”. Com relação ao Comitê de Nomeação, estima-se que 28% das companhias continham tal órgão em suas estruturas.

Sobre esse dado, o autor aponta que eventuais divergências, com relação aos dados contidos no Cadbury Report, podem ser decorrência do método de pesquisa utilizado:

“This is somewhat lower than the 48,6% reported by Cadbury (1995). Importantly, when a remuneration committee also performed a nomination function in our sample it was not counted as a separate nomination committee, something that may explain the difference in results on this variable.”

VAFEAS, Nikos, THEODOROU, Elena. *The relationship between board structure and firm performance in the UK* in *The British Accounting Review*, volume 30, issue 4, 1998, p. 394.

<sup>85</sup> Em levantamento anterior, e com outra metodologia, CONYON estimava que, em 1993, 89,7% das companhias do Reino Unido já possuíam Comitês de Auditoria (comparado com 35%, em 1988). Em relação aos Comitês de Remuneração, o percentual saltaria para 94%, no ano de 1993. Por fim, os Comitês de Nomeação comporiam o quadro de 38,8% das companhias no Reino Unido, o que representaria quase quatro vezes mais do que a porcentagem verificada em 1988 (10%).

CONYON, Martin J. *Corporate Governance Changes in UK Companies Between 1988 and 1993* in *Corporate Governance: An International Review*, vol. 2, issue 2, 1994, p. 94.

<sup>86</sup> As alterações sobrevieram após o preparo de documento conhecido como “Walker Review”, feito sob a perspectiva da crise financeira de 2008. As funções desse comitê são assim descritas:

“The board of a FTSE 100-listed bank or life insurance company should establish a board risk committee separately from the audit committee. The board risk committee should have responsibility for oversight and advice to the board on the current risk exposures of the entity and future risk strategy, including strategy for capital and liquidity management, and the embedding and maintenance throughout the entity of a supportive culture in relation to the management of risk alongside established prescriptive rules and procedures. In preparing advice to the board on its overall risk appetite, tolerance and strategy, the board risk committee should ensure that account has been taken of the current and prospective macroeconomic and financial environment drawing on financial stability assessments such as those published by the Bank of England, the FSA and other authoritative sources that may be relevant for the risk policies of the firm.”

*Walker Review of Corporate Governance of UK Banking Industry*

Disponível em:

[http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker\\_review\\_261109.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf)

corporativa de seus países afiliados. Entre outros levantamentos, foram disponibilizadas, pelas autoridades de cada país, as principais propostas contidas nos códigos que foram criados.

Com base nesse levantamento da OECD, foi elaborada a tabela abaixo, que reproduz os trechos contendo a descrição das recomendações para criação de Comitês e outras medidas afetas aos órgãos da administração da companhia (em especial, aquelas que tratam da composição do *board of directors*):

<i>Nation</i>	<i>Code</i>	<i>Instruments</i>
Australia	Australian Stock Exchanges Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations. <i>March 2003</i>	- separation chair- CEO; - establish board committees with majority independent directors.
	IFSA Corporate governance: a guide for fund managers and corporations <i>December 2002</i>	- competent and diversified board of majority-independent directors; - chair an independent director; - guidelines on executive remuneration and operation of audit committees.
Austria	Austrian Code of Corporate Governance <i>September 2002</i>	- establish board committees, few independence requirements specified; - minority shareholders representation in the supervisory Board; - limits to holding multiple positions in supervisory.
Belgium	Recommendations of the Federation of Belgian Companies <i>January 1998</i>	- balance of authority within the board, which should comprise a number of non- executive directors; - independence of committees.
	Cardon Report <i>December 1998</i>	- balance of authority within the board, which should comprise a number of non-executive and independent directors.
Canada	Beyond Compliance: Building a governance culture (Saucier Report) <i>November 2001</i>	- Management supervision by the board of directors, which should comprise and be chaired by outside (non-executive) directors; - establish audit committee with only outside directors.
Czech Republic	Revised Corporate Governance Code, Czech Securities commission <i>February 2001</i>	- boards should act independently of majority shareholders; - 25 per cent independent directors in the supervisory board; - establish committees comprising a majority of independent directors.
Denmark	Nørby Report and Recommendations <i>December 2001</i>	- board formed entirely of non-executive directors; - staggered boards recommended.
	Danish Shareholders Association Guidelines <i>February 2000</i>	- 4 non executive directors in the board; establish remuneration committee; - transparent compensation tied to corporate performance.

France	Pour un meilleur Gouvernement des entreprises cotées (Bouton rapport) <i>Septembre 2002</i>	- competent and diversified board with $\frac{1}{3}$ / $\frac{1}{3}$ to $\frac{1}{2}$ independent directors; - audit and compensation committees entirely of non-executive directors and with $\frac{2}{3}$ independent directors.
	Hellebuyck Commission Recommendations <i>June 1998; Updated October</i>	- establish board committees with $\frac{1}{3}$ / $\frac{1}{3}$ - majority independent directors.
	Viénot I and II Reports <i>July 1995 and July 1999</i>	- establish board committees; - at least $\frac{1}{3}$ / $\frac{1}{3}$ independent directors; - audit committees made for $\frac{1}{3}$ / $\frac{1}{3}$ of independent directors.
Germany	Cromme Commission Code <i>February 2002; Updated May 2003</i>	- establish supervisory board committees.
Greece	Mertzanis Report <i>October 1999</i>	- board: majority made of non-executive directors; - establish internal audit committee made of at least three non-executive directors.
Ireland	IAIM Guidelines <i>March 1999</i>	- establish remuneration committees.
Italy	Corporate governance code, Borsa Italiana, <i>July 2002</i>	- establish remuneration committees with majority of non-executive directors - establish internal control committees, entirely made up by non-executive directors, a majority of whom independent.
Japan	Revised Corporate Governance Principles, Japan Corporate Governance Forum <i>October 2001</i>	- majority of the board made of outside directors; - establish committees chaired and in majority made of outside directors, independent directors for the audit committee.
Korea	Code of best Practice for Corporate governance <i>September 1999; Updated February, 2003</i>	- at least $\frac{1}{4}$ outside directors; - establish committees, audit committees chaired and made of $\frac{2}{3}$ outside directors; - outside directors independent from controlling families; - fair disclosure and greater role for outside directors in audit.
Mexico	Código de Mejores Prácticas Corporativas <i>July 1999</i>	- at least 20 per cent outside directors on the board; - establish committees, the auditing committee chaired by an outside director.
Netherlands	Tabaksblatt Commission Recommendations <i>July 2003</i>	- Define responsibilities of the management board to include risk management and control; - Supervisory board to have retirement rota and committees, including audit and remuneration. - Majority independent directors and separation of chairman/CEO for single board companies.
Spain	Olivencia Report <i>February 1998</i>	- “broad majority” of non-executive directors, within whom independent directors in proportion to the floating capital; - same proportion within executive committees; - establish other kinds of committees.
Sweden	Swedish Shareholders Association Policy <i>November 1999 and October 2001</i>	- the board should comprise only non-executives, except the managing director; - establish nomination, audit and remuneration committees nominated by shareholders entirely made up of non-executive directors where minority shareholders will be represented.
Switzerland	Swiss code of best practice for corporate governance (Swiss Code) <i>July 2002</i>	- board made up of a majority of non-executive directors; - establish audit and remuneration committees made of a majority of non-executive directors.



Como se vê, a partir do fim da década de 90, é patente a proliferação de Códigos de Governança ao redor do mundo. Em quase todos os países avaliados pela OECD, os Códigos criados focam a criação dos Comitês para as companhias, assim como, em termos mais amplos, a independência do *board*<sup>88</sup>.

Na Europa, em que os Comitês, até 1990, eram raros nas companhias (com exceção do Reino Unido), essa sequencial e crescente emissão de códigos de governança corporativa surtiu efeitos notáveis<sup>89</sup>, tendo os Comitês se propagado significativamente ao longo dos últimos anos<sup>90-91</sup>. Sobre o assunto, a consultoria *Heidrick & Struggles*<sup>92</sup> apurou

<sup>87</sup> Dados colhidos do em *Corporate Governance: A Survey of OECD Countries*, 2004, p. 44 a 51.

Disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/58/27/21755678.pdf>.

Na tabela, não foram reproduzidos os dados relativos aos Estados Unidos e Reino Unido, pois boa parte desses dados foram mencionados no trabalho, anteriormente.

<sup>88</sup> A exceção, obviamente, reside naqueles países que, conforme a pesquisa da OECD, ainda não haviam preparado qualquer tipo de Código de Governança (tais como Turquia, Noruega, Eslováquia, Luxemburgo, Hungria e Islândia).

<sup>89</sup> Sobre o assunto, v. trabalho de COLLIER, que faz minuciosa análise da propagação desses códigos por toda Europa.

COLLIER, Paul and ZAMAN, Mahbub. *Convergence in European Corporate Governance: the audit committee concept* in *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, 2005.

<sup>90</sup> Em nível continental, o *Green Paper* divulgado pela Comissão Europeia em 1996 entende ser positiva a adoção de Comitês de Auditoria, com fundamento, entre outras coisas, nos códigos de governança publicados no Reino Unido (*Cadbury Report*) e na França (*Vienot Report*), bem como na experiência norte-americana:

“Both the Cadbury report in the United Kingdom and the Vienot report in France recommend that the board of directors in listed companies should establish an audit committee of at least three non-executive directors, chaired by one of their members. Since 1978, the New York Stock Exchange has required all listed companies to have audit committees composed solely of independent directors and the 1987 report of the American Treadway Commission concluded that audit committees had a critical role to play in ensuring the integrity of US companies financial reports. Experience in the United States has shown that, even where audit committees might have been set up mainly to meet listing requirements, they have proved their worth and developed into essential committees of the board of directors.

(...)

In order to improve the system of checks and balances within the company, more attention should be paid to issues such as the creation of an audit committee and the establishment of a proper functioning system of internal control.”

*The European Commission's Green Paper – The role, the position and the liability of the statutory auditor within the European Union the European Union*

Disponível em [http://europa.eu/documents/comm/green\\_papers/pdf/com96\\_338\\_en.pdf](http://europa.eu/documents/comm/green_papers/pdf/com96_338_en.pdf).

<sup>91</sup> Especificamente sobre a evolução dos Comitês de Auditoria, a partir dos anos 90, na Europa:

“The literature indicates that audit committees were not present widely in Europe, apart from the UK, before the 1990s. Tricker (1978: 28) observed that ‘they do not have audit committees in Europe: perhaps they are not necessary with alternative forms of governance’. Van Hoek (1988) noted that, while audit committees were relatively unknown in Europe, there were isolated instances in companies in Italy and Sweden. Vanasco (1994: 23) noted that audit committees are rare in continental Europe, perhaps with the exception of France. However, audit committees gained greater acceptance in continental Europe from the mid-1990s onwards. Keegan and DeGeorge (1998: 116-117) reported in a survey of 65 major companies based in eight European countries (Belgium, France, Germany, Italy, Spain, Sweden, Switzerland and the UK) that 60% of the companies had audit committees with adoption rates highest in the UK (100%), France and Switzerland and lowest in Sweden and Italy. The change towards acceptance of the audit committee concept is in line with recommendations from governance committees set up in various countries, for example, the Vienot Report (1995: 20) in France, the subsequently issued Peters Committee (1997) report from the Amsterdam Stock

que, no ano de 1999, 25% das companhias europeias não possuíam nenhum Comitê. Já em 2007, de 294 companhias avaliadas, apenas uma não possuía um órgão dessa natureza. Conforme a pesquisa, nesse mesmo íterim, de 1999 a 2007, pode-se perceber a notável e crescente adoção dos três Comitês mais recomendados pelos códigos de governança europeus, conforme quadro abaixo:

<i>Comitês nas Companhias Europeias</i>	Ano: 1999	Ano: 2007
Comitês de Auditoria	56%	98%
Comitês de Remuneração	39%	95%
Comitês de Nomeação	24%	80%

Posteriormente, aquela mesma empresa de consultoria, em levantamento atualizado em 2011, apurou que as companhias europeias continuam a incorporar mais Comitês em suas estruturas<sup>93</sup>.

Por outro lado, alguns estudos se dedicaram a analisar os efeitos do *Sarbanes-Oxley Act*, de 2002. De maneira quase unânime, esses estudos apontam o *Sarbanes-Oxley Act* como um divisor de águas no que se refere à criação de Comitês (especialmente de Auditoria) pelas companhias no cenário internacional.

Sob essa perspectiva, FICHTNER é contundente ao indicar que: antes da edição do *Sarbanes-Oxley Act* apenas 10 dos 40 países que mantêm os maiores mercados de capitais mundiais exigiam, em suas regras, a presença dos Comitês de Auditoria nas

---

Exchange, or the Cardon Report (Belgium Commission for Corporate Governance, 1998) in Belgium. In a review of audit committees in Europe a Price Waterhouse (1997) survey noted that as leading companies in UK, France and the Netherlands implement recommendations concerning audit committees, and the twin pressures of international market forces, and the interest of the authorities and regulators in governance issues expand, the significance of audit committees in Europe and their inclusion in national code recommendations will grow. This has been proved correct with audit committee recommendations being made in West European countries like Germany, Greece and Portugal and East European countries like Slovakia, Czech Republic and Romania.”

COLLIER, Paul and ZAMAN, Mahbub. *Convergence in European Corporate Governance: the audit committee concept in Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, 2005, pgs. 753 a 768.

<sup>92</sup> Heidrick & Struggles, *Corporate Governance in Europe, 2007 report*. Disponível em <http://www.bcsdportugal.org/heidrick--struggles--raising-the-bar-corporate-governance-in-europe-2007/899.htm>.

<sup>93</sup> “in the majority of European countries, companies are continuing to set up more committees.”

Heidrick & Struggles, *European Corporate Governance Report 2011*.

Disponível em

[http://www.heidrick.com/PublicationsReports/PublicationsReports/HS\\_EuropeanCorpGovRpt2011.pdf](http://www.heidrick.com/PublicationsReports/PublicationsReports/HS_EuropeanCorpGovRpt2011.pdf)

empresas; após o *Sarbanes-Oxley Act*, essa exigência passou a constar das regras de 31 daqueles mesmos 40 países<sup>94</sup>.

Como bem ilustra o estudo acima, há uma clara tendência de convergência na criação dos Comitês nas companhias, em observância às práticas estadunidenses. No capítulo a seguir serão avaliados alguns debates relacionados a essa tendência de convergência, tanto nos padrões de governança corporativa em geral, quanto nos fatores relacionados à estrutura organizacional da administração das companhias.

---

<sup>94</sup> De acordo com o levantamento, os países que passaram a obrigar as companhias a manter um Comitê de Auditoria, via autoridades reguladoras ou Bolsas de Valores, são os seguintes, em ordem da data de implementação da medida:

“Canada (1975); Nigeria (1990); Hong Kong (1999); Thailand (1999); India (2000); Indonesia (2000); Korea (2000); Mexico (2001); Argentina (2001); United States (2002); Spain (2002); Turkey (2002); Australia (2004); Colombia (2005); Austria (2006); Portugal (2006); South Africa (2006); Russia (2007); Finland (2008); France (2008); The Netherlands (2008); Romania (2008); Sweden (2008); United Kingdom (2008); Belgium (2009); China (2009); Czech Republic (2009); Denmark (2009); Germany (2009); Greece (2009); Poland (2009).”

Já os países que não obrigam as companhias a implementarem Comitês de Auditoria são:

“Brazil; Iran; Ireland; Italy; Japan; Norway; Saudi Arabia; Switzerland; Venezuela.”

FICHTNER, Jason Royce. *The recent international growth of mandatory audit committee requirements*. International Journal of Disclosure and Governance, volume 7, num. 3, 2010, p. 234.

### **CAPÍTULO III - COMITÊS NO CONTEXTO DAS REGRAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Conforme os capítulos anteriores, a presença dos Comitês nas companhias é um fenômeno recente e generalizado em diversos países. Como também se pode verificar, a criação desse tipo de órgão nas companhias está relacionada, direta ou indiretamente, à chamada governança corporativa.

O tema governança corporativa, por sua vez, é significativamente amplo e complexo, pois atinge variadas áreas do conhecimento. Finanças, economia, direito e política são algumas delas.

Assim, nesse capítulo, serão apresentados alguns conceitos fundamentais sobre governança corporativa e um pouco da sua evolução histórica nos Estados Unidos, como sendo o país que mais exportou os conceitos de governança para o resto do mundo, notadamente no que se refere à exigência de Comitês e membros independentes na composição do corpo da administração das companhias<sup>95</sup>.

Após serão expostas explicações para a verificada uniformização na criação dos códigos de governança corporativa produzidos em diversos países, a partir dos anos 90, com foco nas razões dessa convergência. Diante disso, será apresentado um resumo das preocupações universais sobre esse verificado fenômeno de convergência.

Ao final do capítulo, serão expostas algumas conclusões sobre a contextualização dos Comitês no que se entende por governança corporativa.

---

<sup>95</sup> Conforme se demonstrará adiante, os Comitês foram criados para solucionar problemas típicos dos Estados Unidos, razão pela qual será dado enfoque para a evolução da governança corporativa nesse país. Esclareça-se, entretanto, que o movimento de convergência nas regras de governança corporativa, de maneira geral, sofre influências de outros países e, em muitos casos, toma direções difusas.  
V. THOMSEN, Steen. *Convergence goes both ways: An alternative perspective on the convergence of corporate governance systems in European Business Organization Law Review*, vol. 4, 2003, pgs. 31 a 50.

### a. Noções introdutórias sobre governança corporativa

Pode ser difícil para quem não esteja familiarizado com o tema compreender o significado da expressão “Governança Corporativa”. Em primeiro lugar, porque o termo consiste em uma tradução seca e literal da expressão *Corporate Governance*, ou seja, uma tradução que não se preocupa com o verdadeiro significado da expressão original<sup>96</sup>. Em segundo lugar porque a expressão, de fato, tem sido utilizada com mais frequência há pouco tempo: desde 1990, aproximadamente<sup>97-98</sup>.

Mas o maior problema na compreensão da expressão está no fato de que, mesmo diante da miríade de trabalhos relacionados ao tema, encontrados em variadas áreas do conhecimento, não há consenso sobre qual seria uma boa definição para a expressão *corporate governance*. Em alguns casos, chega-se a relacionar a governança corporativa com os deveres das companhias perante a sociedade em geral, em temas como meio

---

<sup>96</sup> Num dos poucos trabalhos dedicados exclusivamente ao tema, SANTOS registra, logo no início, uma crítica terminológica à expressão “governança corporativa”, que vale mencionar:

“O fato do termo governo, governança (e derivados) remetem a elementos do campo do direito público, contribui para a dificuldade em se chegar a uma definição satisfatória. (...)”

(...) em seu sentido mais estrito, *corporate governance* significa o ‘governo da companhia’ – o que já é bem diferente da governança corporativa, pois corporativo, no Brasil, não é o que se refere às sociedades anônimas (como nos Estados Unidos *corporate* é o que se refere às *corporations*), mas sim o que é termo relativo à ‘corporação’. (...)”

Mas transpor-se tal expressão para o português (como para qualquer outro idioma) sem alguns cuidados básicos resulta em uma série de mal entendidos pois ‘governo da companhia’ não revela o propósito que o instituto da *corporate governance* deveria ter no Brasil, nem delimita o real alcance que *corporate governance* tem lá, nos Estados Unidos, seu país de origem.”

SANTOS, Aline de Menezes. *A governança corporativa das empresas no Brasil: uma abordagem jurídica inspirada na nova economia institucional e na teoria organizativa*. Dissertação – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009, p. 21.

<sup>97</sup> “Until the 1990s the phrase *corporate governance* was rarely uttered outside the arcane world of law school texts and academic treatises. Since the Great Depression, the basis of corporation and securities law appeared to be well established and settled in practice. The same seemed to be true of most of the other legal, cultural, and institutional arrangements that determine who owns large corporations in the United States, how they are controlled, and how they relate to their various constituents”.

BLAIR, Margareth M. *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington: The Brookings Institution, 1995, p. 1.

<sup>98</sup> SANTOS pondera que a expressão começou a ser utilizada nos Estados Unidos após a divulgação de textos da SEC, em 1978. Mas foram necessários pouco mais de 10 anos para que a expressão fosse encontrada em estudos ao redor do mundo, como Europa e Japão.

SANTOS, Aline de Menezes. *A governança corporativa das empresas no Brasil: uma abordagem jurídica inspirada na nova economia institucional e na teoria organizativa*. cit. p. 27.

ambiente e saúde, por exemplo<sup>99</sup>. Em outros casos, a expressão serve para delinear a estrutura regulatória e legal que permeia a organização das companhias<sup>100</sup>.

As várias definições encontradas, por outro lado, não costumam ser excludentes umas das outras. As diferenças referem-se mais ao alcance da expressão *Corporate Governance* do que a contradições propriamente ditas.

Para os fins desse trabalho, parece um bom ponto de partida a definição encontrada no *Cadbury Code*, que é endossada até os dias de hoje nas revisões mais recentes dos códigos de governança do Reino Unido:

“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 aims, 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.”<sup>101-102</sup>

---

<sup>99</sup> SANTOS, Aline de Menezes. *A governança corporativa das empresas no Brasil: uma abordagem jurídica inspirada na nova economia institucional e na teoria organizativa*. cit. p. 30.

<sup>100</sup> É o caso, por exemplo, da definição encontrada no recente *Green Paper - The EU corporate governance framework Corporate governance*, de 2011:

“The corporate governance framework for listed companies in the European Union is a combination of legislation and ‘soft law’, including recommendations and corporate governance codes.”

Disponível em:

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf).

<sup>101</sup> Texto do *Cadbury Code* reproduzido na versão de junho de 2010 do *UK Code on Corporate Governance*.

Disponível em:

[http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/Corporate\\_Governance/UK%20Corp%20Gov%20Code%20JUNE%202010.pdf](http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/Corporate_Governance/UK%20Corp%20Gov%20Code%20JUNE%202010.pdf).

<sup>102</sup> HOPT e PRIGGE adotam definição semelhante, porém fazem questão de destacar que a governança corporativa relaciona-se tanto aos sistemas monistas de administração (*one-tier*), quanto aos dualistas (*two-tier*):

“*Corporate Governance* relates to the internal organization and power structure of the firm, the functioning of the board of directors both in one-tier and the two-tier system, the ownership structure of the firm, and the interrelationships among management board, shareholders, and other stakeholders, in particular the company’s workforce and its creditors.”

HOPT, Klaus J. *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*. New York: Oxford, 1998, prefácio.

Da definição acima, depreende-se que a governança corporativa é expressão que faz alusão à forma em que as companhias são administradas<sup>103</sup>, bem como aos poderes que exercem influência (controle) na companhia e na sua administração<sup>104</sup>. A definição traz, também, os papéis das partes envolvidas na governança corporativa das companhias: a responsabilidade primária é do *board of directors*; os acionistas, por sua vez, devem se preocupar em observar se a estrutura da administração da companhia é adequada.

A segunda parte da definição do *Cadbury Code* alcança o tema da responsabilidade dos administradores das companhias. Esse aspecto da governança é de extrema relevância, pois significa que as práticas recomendadas não devem ser vistas como meras “dicas” de bons métodos para a gestão de uma companhia. Mais do que isso: das práticas recomendadas se extraem entendimentos que, em maior ou menor grau, procuram condicionar os atos dos administradores. Assim, o objetivo é que tais práticas sejam consideradas na avaliação de responsabilidades.

Destarte, o comportamento dos administradores está sempre no alvo das recomendações propostas:

“The purpose of corporate governance is to persuade, induce, compel, and otherwise motivate corporate managers to keep the promises they make to investors. Another way to say this is that corporate governance is about reducing deviance by corporations, where deviance is defined as any actions by

---

<sup>103</sup> Para boa parte da doutrina, a definição de governança corporativa está atrelada a relações: sejam as relações internas da companhia, sejam as relações entre a companhia e os seus acionistas. V. HAMILTON, Robert W. *Corporate Governance in America 1950-2000: Major Changes but Uncertain Benefits* in *Journal of Corporation Law*, 25, 1999-2000, p. 349.

<sup>104</sup> Já outros autores partem dessa definição de governança corporativa para dar à expressão o significado de todos os processos, mecanismos e instituições que circundam a administração das companhias:

“Corporate governance is a broad descriptive term rather than a normative term. Corporate governance describes all of the devices, institutions, and mechanisms by which corporations are governed. Anything and everything that influences the way that a corporation is actually run falls within this definition of corporate governance. Every device, institution, or mechanism that exercises power over decision-making within a corporation is part of the system of corporate governance for that firm.

The governance of an organization such as a corporation is done through a complex framework of institutions and processes, including law. Taken together, these institutions, processes, and mechanisms determine how power within a company is exercised, the extent to which investors are given a voice, and how all sorts of decisions are made.”

MACEY, Jonathan R. *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*. Princeton: Princeton University Press, 2010, p. 2.

management or directors that are at odds with the legitimate, investment-backed expectations of investors. Good corporate governance, then, is simply about keeping promises. Bad governance (corporate deviance) is defined as promise-breaking behavior.”<sup>105</sup>

### **b. Convergência de padrões de governança corporativa**

Como visto nos capítulos anteriores, os Comitês foram pioneiramente criados como um método de governança corporativa nos Estados Unidos. Posteriormente, esse órgão que compõe a administração das companhias foi incorporado no Reino Unido, que logo passou a recomendá-lo em seus códigos de governança corporativa, os quais incentivaram diversos outros países da Europa a seguirem essa mesma direção. Com a edição do *Sarbanes-Oxley Act* e a repercussão dos eventos que antecederam essa lei, foi internacionalmente difundida a ideia de que os Comitês são órgãos que contribuem para as chamadas boas práticas de governança corporativa, o que atingiu inclusive o Brasil.

Assim, faz-se importante entender um pouco da evolução das regras de governança corporativa nos Estados Unidos, as discussões sobre a convergência dessas regras e a aparente predileção (notadamente com relação aos Comitês) pela adoção do formato norte-americano. A própria história da governança corporativa nos Estados Unidos ajuda a delinear as principais diferenças e semelhanças entre esse sistema e os demais.

Feitas algumas considerações sobre a evolução da governança corporativa nos Estados Unidos, serão elencados alguns tópicos relevantes dos estudos que analisam o fenômeno da convergência, como base para, mais adiante, avaliar alguns dos efeitos da importação dos Comitês, no formato norte-americano, em tantas jurisdições diferentes.

---

<sup>105</sup> MACEY, Jonathan R. *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*. Princeton: Princeton University Press, 2010, p. 1.



## i. Evolução da Governança Corporativa nos Estados Unidos

Já foi dito que a preocupação com a responsabilização dos administradores está no cerne dos principais códigos de governança preparados ao redor do mundo, o que é bastante coerente na medida em que tais códigos foram elaborados em meio a crises de confiança, em resposta a fraudes corporativas. Mas, não obstante, as fraudes e escândalos corporativos tenham dado grande impulso para a difusão de práticas modernas de governança corporativa, elas não são a única explicação por trás da expressão.

Na verdade, é possível afirmar, desde já, que a governança corporativa é expressão relativamente moderna, mas que resgata alguns debates clássicos da literatura, tais como aqueles que abordam os conflitos de interesses que pairam nas relações entre a administração das companhias e os acionistas<sup>106</sup>. E muito dessa literatura remete à famosa obra de BERLE e MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, de 1932, que propagou a chamada “teoria da agência”<sup>107-108</sup>.

No famoso trabalho de BERLE e MEANS, considerado por muitos seminal<sup>109</sup>, observou-se a separação entre a propriedade e o controle nas companhias de capital

<sup>106</sup> Aliás, se selecionar-se um tópico que mais se repita nas definições de governança corporativa, muito provavelmente será o debate sobre os interesses nas companhias. Por exemplo, a definição proposta por SANTOS contempla os interesses na companhia como um aspecto fundamental da expressão:

“A governança corporativa é uma expressão que designa o ‘conjunto de instituições que formam e determinam o equilíbrio, no âmbito das sociedades empresariais, dos interesses mais relevantes ao seu funcionamento’.”

SANTOS, Aline de Menezes. *A governança corporativa das empresas no Brasil: uma abordagem jurídica inspirada na nova economia institucional e na teoria organizativa*. cit. p. 37.

<sup>107</sup> “There are not many books fifty years old whose central argument is identified for modern economists simply by naming the work, but Berle and Means’s *The Modern Corporation and Private Property* is surely one. Every schoolboy, as Macaulay would say, knows that they discovered or asserted or proved or were otherwise joined to the proposition that ownership and control have been separated in the large corporation. Moreover this separation had large, but not easily recalled, effects on the conduct of corporate enterprise.”

STIGLER, George J. FRIEDLAND, Claire. *The Literature of Economics: The Case of Berle and Means in Journal of Law and Economics*, vol. 26, nº 2, p. 1.

<sup>108</sup> Exemplos de dois importantes trabalhos que também ficaram famosos por aprofundar os estudos sobre a teoria da agência, são as obras: “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”, de JENSEN e MECKLING; e “*Separation of Ownership and Control*”, de FAMA e JENSEN.

<sup>109</sup> JENSEN e MECKLING, ao contrário da maioria, não vislumbram ineditismo na obra de BERLE e MEANS, que trataria de temas já abordados por Adam SMITH, como na seguinte passagem:

“The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”

disperso nos Estados Unidos, bem como as consequências desse fenômeno (que se relacionam com o chamado custo de agência).

Em brevíssima síntese, a teoria da agência parte da premissa de que os indivíduos são racionais e “maximizadores”<sup>110</sup>. Assim, quando um dos indivíduos (*agent*) é contratado por outro (*principal*) para a realização de serviços que impliquem a delegação de poderes e alguma autoridade, há uma boa razão para se acreditar que o primeiro nem sempre irá agir no interesse deste último. Isso se verifica na medida em que o *agent* tem acesso a informações privilegiadas, de interesse do *principal*. A tendência é que o *agent* se utilize dessas informações em benefício próprio, deixando o *principal* em situação de desvantagem. No caso das sociedades anônimas, os acionistas assumem o papel de *principal* ao lidar com os administradores, que, na posição de *agents*, possuem estímulos para se aproveitar dos privilégios de sua posição.

O problema dessa constatação é que, em termos práticos, o acionista terá poucos incentivos para tentar mudar as políticas da companhia que ele ache insatisfatórias, já que, para tanto, ele terá que comover uma base significativa de acionistas, que possuam as mesmas impressões sobre a gestão da companhia e estejam dispostos a alterar o quadro vigente. Diante das dificuldades para uma ação dessa natureza, o mais provável é que o acionista insatisfeito simplesmente venda a sua ação, pois essa opção é significativamente menos custosa<sup>111</sup>. E, assim, o administrador permanecerá no controle de fato da companhia.

A despeito da brevidade com que o assunto está aqui sendo abordado, é importante consignar que a teoria de BERLE e MEANS, assim como muitas outras que se seguiram sobre o assunto, fez eclodir uma infinidade de debates que, entre outras coisas, tratam (i) da assimetria de informação existente nas relações entre *principal* e *agent*; e (ii)

---

Conforme os autores, BERLE e MEANS somente teriam popularizado esse mesmo pensamento 157 anos depois.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. *A theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms*, Journal of Financial Economics, vol. 3, nº 4, 1976, p. 30 e 31.

<sup>110</sup> No caso, o conceito de *maximize*, verbo da língua inglesa muito utilizado nas ciências econômicas, serve para designar algo como “obter o melhor de”, “aproveitar ao máximo”. Assim, indivíduos “maximizadores” podem ser considerados aqueles que procurarão obter vantagem, sempre que houver uma oportunidade ao seu dispor.

<sup>111</sup> Há um ditado de *Wall Street* que ilustra essa bem essa opção dos investidores: “when unhappy with the management of a company, vote with your feet”. É o que marca a verificada falta de ativismo dos acionistas, perante a governança das companhias.

HERZEL, Leo. *Board of Directors versus Institutional Investors in Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlin; Nova York: de Gruyter, 1993, p. 162.

dos custos de monitoramento dos *agents* (no caso, administradores das companhias). Esses temas trazem consigo uma grande identidade com as preocupações envolvidas naquilo que atualmente se entende por governança corporativa<sup>112-113</sup>.

Mas é preciso frisar que a teoria de BERLE e MEANS abordou um problema específico nos Estados Unidos, em uma época também específica. Além dos estudos que sobrevieram sobre o assunto, aprofundando as discussões apresentadas pelos autores, o mundo corporativo também sofreu profundas alterações de 1932 para cá.

Ainda nos Estados Unidos, uma das importantes mudanças verificadas ocorreu após a onda de aquisições hostis de controle, nos anos 80<sup>114</sup>. Por um tempo, essas operações foram defendidas como uma forma ótima para o mercado manter a eficiência

---

<sup>112</sup> HART é incisivo ao relacionar os problemas de agência com a sua concepção de governança corporativa: “In the absence of agency problems, all individuals associated with an organization can be instructed to maximize profit or net market value or to minimize costs. Individuals will be prepared to carry out their instructions since they do not care per se about the outcome of the organisation’s activities. Effort and other types of costs can be reimbursed directly and so incentives are not required to motivate people. Also no governance structure is required to resolve disagreements, since there are none.”

E ao final do trabalho, conclui que:

“Corporate governance issues arise wherever contracts are incomplete and agency problems exist. I went on to describe and evaluate various governance mechanisms in public companies. I also argued that in many cases a market economy can achieve efficient corporate governance by itself.”

HART, Oliver. *Corporate Governance: Some Theory and Implications in The Economic Journal*, vol. 105, nº 430, 1995, p. 678 e 688.

<sup>113</sup> “As a concept, corporate governance essentially focuses on the issues which arise from separating ownership and control, in particular the principal-agent relationship between shareholders and executive directors.”

*Green Paper - The EU corporate governance framework Corporate governance*, cit.

<sup>114</sup> BHAGAT, após pontuar que não possui uma resposta definitiva para explicar a onda de aquisições hostis (*hostile takeovers*), ocorridas nos anos 80 nos Estados Unidos, propõe que a explicação seja dada dentro de um contexto histórico:

“In the postwar period, aggressive antitrust enforcement prevented significant consolidation of U.S. industry and perhaps even encouraged the formation of conglomerates in the 1960s. Experience from the 1970s showed that conglomerates are probably not the most profitable way to run businesses. The failure of conglomerates is revealed by the finding of Porter and of Kaplan and Weisbach that 40 percent to 60 percent of unrelated acquisitions were subsequently divested. In the 1980s, the economy has again experienced a corporate liquidity boom. This increased liquidity has come in two forms. The first is greater internally generated cash flows in large corporations that want to make related (strategic) acquisitions. The second is a newfound ability to issue speculative-grade (‘junk’) bonds as a temporary financing tool while assets are being sold off. Junk bonds facilitated acquisitions by so-called ‘raiders’ as well as by some strategic buyers. In addition, the most lenient antitrust enforcement in decades allowed the large pent-up demand for related acquisitions to be satisfied. Finally, heightened foreign competition and the deregulation of several key industries such as transportation, banking, and oil and gas increased the gains from intraindustry mergers. The takeover wave became the wave of related acquisitions. Much of this wave is reflected in the increased pace of friendly related acquisitions. But in addition, the pace of hostile takeovers skyrocketed. Many of the hostile takeovers, as well as acquisitions by white knights, aimed to deconglomerate large corporations and to allocate their various divisions to related acquirers. Raiders and MBO [Management Buyout – mecanismo de fechamento de capital] organizers in particular acquired diversified firms and sold off the parts to related acquirers, profiting handsomely from performing this brokerage function.”

BHAGAT, Sanjai et. al. *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization in Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*, vol. 1990, 1990, pgs. 55 a 56.

das companhias. Conforme essa corrente de pensamento (*market for corporate control*), não seria necessária a ingerência de qualquer medida externa (por parte de reguladores ou acionistas, por exemplo) para moldar as práticas de governança corporativa então adotadas pelas companhias. Basicamente, se uma companhia fosse ineficiente, quem a comprasse tomaria as medidas para ajustar as deficiências encontradas. Os administradores, por sua vez, deveriam demonstrar que eram bons gestores, pois, do contrário, estariam fadados ao desemprego, no caso de eventual aquisição de controle.

Justamente por esses motivos, porém, as operações de aquisições começaram a transparecer mais os objetivos individuais dos administradores das companhias do que dos seus acionistas<sup>115</sup>. Diante disso, logo se iniciou uma força contrária ao *boom* de aquisições hostis e à criação de grandes conglomerados, defendendo-se que, na prática, tais operações não melhoravam a eficiência das companhias<sup>116</sup>. Ao contrário, essas operações não transpareciam qualquer preocupação com a continuidade dos negócios e com os interesses dos acionistas, *per se*.

Academicamente, foi acentuada uma divergência de opiniões sobre a legitimidade dos administradores para, sozinhos, decidirem o rumo das companhias, como na aceitação ou na rejeição das tentativas de aquisição hostil. Em outras palavras, estava-se, mais uma vez, questionando a administração das companhias e os conflitos de interesses a ela inerentes<sup>117</sup>.

Sob essa visão, foram desenvolvidas variadas táticas<sup>118</sup> para bloquear as aquisições hostis de controle que estavam sendo praticadas. Interessante observar, no

---

<sup>115</sup> BHAGAT, Sanjai et. al. *Hostile Takeovers in the 1980s*, cit., p. 4.

<sup>116</sup> “Hostile takeovers, though, are a clumsy way to discipline corporate managers. We incur the heavy costs of changing ownership, when all that was needed was new managers or closer oversight of the current managers. A company must be badly managed indeed to justify the typical 50% takeover premium. Moreover, some acquisitions reflect empire-building by the bidder’s managers, rather than market discipline of poor target managers.”

BLACK, Bernard S. *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice in UCLA Law Review*, vol. 39, 1992, p. 932

<sup>117</sup> “The debate was incited by the spate of hostile tender offers that took place in the 1980s, spurring academic interest in the legal obligations of directors in response to these kinds of transactions. Over the years since, corporate law scholars have generally divided into two camps, one arguing that corporate directors should not be permitted to engage in defensive actions that pose barriers to shareholders’ acceptance of tender offers, the other arguing that corporate directors, not shareholders, should decide whether control of a company should be sold, and should have protection under the business judgment rule for whatever decision they make.”

BLAIR, Margaret M. *Reforming Corporate Governance: What history can teach us in Berkeley Business Law Journal*, 2003, pgs. 3 e 4.

<sup>118</sup> BLAIR dá os seguintes exemplos:

entanto, que tais táticas foram criadas, originalmente, pelos administradores que se viam alvo de alguma aquisição hostil e, conseqüentemente, vislumbravam risco para seus empregos. Parte dessas táticas, posteriormente, foi legitimada com a edição das *antitakeover laws* e algumas decisões judiciais<sup>119-120</sup>.

Foi quando que, em meio a esses debates, as atenções finalmente voltaram-se aos interesses dos investidores, que claramente não tinham participação relevante nessa onda de operações nas companhias de que eram acionistas, nem tampouco na adoção de medidas contra essas mesmas práticas. Mais do que isso: iniciou-se uma onda de inconformismo ante a flagrante falta de ativismo dos acionistas norte-americanos em quase todos os aspectos relacionados à gestão da companhia e à concretização de grandes negócios<sup>121</sup>. O modelo “BERLE e MEANS” de companhia passou a ser seriamente questionado<sup>122</sup>.

---

“firms adopted so-called ‘staggered boards’, in which directors serve three year terms, with only one third of directors standing for re-election at each annual meeting, and the so-called ‘poison pill’ or ‘shareholder rights plan’, by which shareholders are given rights to buy new securities issued at dilutive prices if a hostile bidder acquires more than some triggering percentage (such as 20 percent) of outstanding shares. The rights could be redeemed for a nominal amount by the target’s board of directors if directors were satisfied with the bid.”  
BLAIR, Margaret M. *Reforming Corporate Governance: What history can teach us in Berkeley Business Law Journal*, 2003, p. 50.

<sup>119</sup> “Managers are often behind these laws. When a company becomes a target, its managers ask the legislature to thwart the takeover. Managers could get the same protections via shareholder vote, but they lack time to get a vote or they know that the shareholders will vote them down.”

ROE, Mark J. *Takeover Politics in The Deal Decade*. Washington DC: Brookings Institution, 1993, p. 338.

<sup>120</sup> “the combination of state antitakeover statutes and adverse judicial decisions has largely succeeded in eclipsing the hostile takeover as a mechanism of corporate accountability.”

COFFEE, John C. Jr. *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor in Columbia Law Review*, vol. 91, nº 6, 1991, p. 1279.

<sup>121</sup> “America seems not to trust her capitalists. For more than half a century, state and federal governments have limited investors’ influence over the governance of publicly traded corporations. Investors’ ability to monitor corporate performance, and to control assets that they ultimately own, has been subordinated to the interests of other constituencies, most notably corporate management.”

GRUNDFEST, Joseph A. *Subordination of American Capital*, 27, J. Fin. Econ. 89 *apud* COFFEE, John C. Jr. *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor in Columbia Law Review*, vol. 91, nº 6, 1991, p. 1281.

<sup>122</sup> O professor BLACK, em artigo de 1992, explica bem essa mudança de paradigma até então prevalecente:

“In the Berle and Means paradigm, shareholder passivity is inevitable. Companies have grown so large that they must rely on many shareholders to raise capital. The shareholders then face severe collective action problems in monitoring corporate managers. Each shareholder owns a small fraction of a company’s stock, and thus receives only a fraction of the benefits of playing an active role, while bearing most of the costs. Passivity serves each shareholder’s selfinterest, even if monitoring promises collective gains. Recently, however, I and others have argued that the manager controlled corporation is not the only way to amass large amounts of capital.”

BLACK, Bernard S. *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice in UCLA Law Review*, vol. 39, 1992, p. 813.

As autoridades, assim, tomaram uma série de medidas para incentivar o ativismo dos investidores<sup>123</sup>, a fim de permitir que tivessem mais ingerência nas companhias e na estrutura de sua administração. Nesse contexto, foi defendido que os investidores institucionais poderiam assumir o papel de monitores dos administradores das companhias<sup>124-125</sup>, à semelhança do papel exercido pelos bancos nas companhias alemãs, por exemplo<sup>126</sup>.

Assim, alguns tipos de investidores institucionais<sup>127</sup>, como fundos de pensão, foram apontados como uma alternativa para a criação de um ambiente corporativo com a maior participação dos acionistas. As vantagens estariam relacionadas aos interesses de longo prazo desse tipo de investidor<sup>128-129</sup>, bem como no ativismo que já era por eles ensaiado.

---

<sup>123</sup> Os efeitos das medidas para incentivar o ativismo dos investidores institucionais, nos negócios da companhia, são explicadas por JENSEN:

“proxy regulations by the SEC make the current process far less efficient than it otherwise could be. Specifically, it has been illegal for any shareholder to discuss company matters with more than ten other shareholders without prior filing with, and approval of, the SEC. The November 1992 relaxation of this restriction allows an investor to communicate with an unlimited number of other stockholders provided the investor owns less than 5 percent of the shares, has no special interest in the issue being discussed, and is not seeking proxy authority. These restrictions still have obvious shortcomings that limit effective institutional action by those shareholders most likely to pursue an issue.

As equity holdings become concentrated in institutional hands, it is easier to resolve some of the free-rider problems that limit the ability of thousands of individual shareholders to engage in effective collective action. In principle, such institutions can therefore begin to exercise corporate control rights more effectively.

Legal and regulatory restrictions, however, have prevented financial institutions from playing a major corporate monitoring role. (Black, 1990, and Pound, 1991, provide an excellent historical review of these restrictions., Roe, 1990, 1991) Therefore, if institutions are to aid in effective governance, we must continue to dismantle the rules and regulations that have prevented them and other large investors from accomplishing this coordination”.

JENSEN, Michael C., *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems in Harvard University Press*, 2000, p. 48.

<sup>124</sup> “Large institutions could overcome the incentives for passivity created by fractional ownership.”

BLACK, Bernard S. *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice* in *UCLA Law Review*, vol. 39, 1992, p. 813.

<sup>125</sup> “The challenge for institutional investors, then, is to weld the existing governance structure of public companies, including the board of directors, with the existing ownership pattern of public companies so as to create a new structure that duplicates the monitoring capabilities.”

GILSON, Ronald J. KRAAKMAN, Reinier H. *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, *Stanford Law Review*, vol. 43, nº 4, 1991, p. 879.

<sup>126</sup> COFFEE, John C. Jr. *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor* in *Columbia Law Review*, vol. 91, nº 6, 1991, p. 1282.

<sup>127</sup> Nem todos os investidores institucionais serviriam para a solução proposta, já que os administradores de fundos privados e instituições financeiras estariam propensos a situações de conflito com as companhias, em razão de outros negócios que eventualmente tenham com as mesmas. Ou seja, eles poderiam evitar opor-se à administração das companhias, com o interesse de manter vivos outros negócios.

V. ROMANO, Roberta. *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered* in *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlin; Nova York: de Gruyter, 1993, p. 105.

<sup>128</sup> “Some participants in the corporate governance debates have argued that large financial institutions, especially pension funds and mutual funds, should engage in ‘relationship investing’, thereby playing the

Em termos práticos, houve, de fato, o aumento da participação de investidores institucionais nas companhias. Porém, essa participação trouxe mais complexidade para os debates já existentes. Surgiram novas espécies de discussão, como a que previa o risco dos investidores institucionais assumirem completamente as rédeas das companhias e comandarem-nas em conflito de interesses, em relação aos demais acionistas<sup>130</sup>.

De todo modo, é certo que todos esses acontecimentos definiram o período contemporâneo<sup>131</sup> da governança corporativa. Desde então, não só o uso da expressão *corporate governance* disseminou-se, como os debates existentes chamaram a atenção para a importância do ativismo dos acionistas nos negócios e na organização do *board of directors*. Foi em conformidade com essa linha de pensamento que surgiram as propostas mais incisivas para que diretores independentes fizessem parte da composição do *board*:

“Institutional efforts are already affecting board structure. More companies are installing a majority of independent directors and an independent nominating committee, and the

---

monitoring role in large corporations that was originally envisioned for shareholders. Relationship investing involves buying significant blocks of stock, holding these stocks for a long time, and actively monitoring management”

BLAIR, Margareth M. *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington: The Brookings Institution, 1995, p. 14.

<sup>129</sup> A CalPERS (California Public Employees’ Retirement System), por exemplo, costuma manter uma ação em seu portfólio, em média, entre seis e dez anos.

GILSON, Ronald J. KRAAKMAN, Reinier H. *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, Stanford Law Review, vol. 43, nº 4, 1991, p. 863.

Sobre a CalPERS, ver também nota 135 e texto relacionado.

<sup>130</sup> COFFE explica de maneira metafórica as visões prevalecentes sobre as supostas amarras políticas que impedem os investidores institucionais de tomarem as rédeas da administração das companhias:

“In short, two polar views of the institutional investor compete for supremacy today: (1) the academic view of financial institutions as Prometheus chained to the rock by outmoded regulations that serve only to entrench and insulate incumbent managements, and (2) corporate management’s image of these same institutions as frenzied gamblers in a financial casino, each competing to outdo the other in short-term performance. Both sides in this debate share the common assumption that, for better or worse, institutional investors would soon dominate corporate managements in the absence of political constraints.”

COFFEE, John C. Jr. *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor in Columbia Law Review*, vol. 91, nº 6, 1991, p. 1283.

<sup>131</sup> SANTOS revisa as lições de FENTROP para ponderar que esses acontecimentos dos anos 70 em diante, nos Estados Unidos, marcam o período contemporâneo da governança corporativa. Contudo, a autora pondera que as fases anteriores da governança corporativa remontam, conforme FENTROP, à criação da *Duth East India Company*, em 1602. Porém, essas outras fases da governança corporativa são consideradas por boa parte da literatura “meros antecedentes históricos, não suficientemente relevantes para uma pesquisa sobre os problemas fundamentais de governança corporativa”.

SANTOS, Aline de Menezes. *A governança corporativa das empresas no Brasil: uma abordagem jurídica inspirada na nova economia institucional e na teoria organizativa*, cit, pags. 52 a 92.

numerical dominance of outside directors is increasing. As a recent article put it, ‘it’s muscle-flexing by large institutional investors that has helped shift the balance of power in corporate boardrooms toward independent directors’.”<sup>132</sup>

Portanto, o momento histórico acima relatado é muito relevante para o trabalho, pois indica a origem de alguns dos debates sobre a composição da administração das companhias, os quais vieram a dar embasamento à conclusão, hoje prevalecente, de que um *board of directors* deve contar com Comitês formados prioritariamente por membros independentes da administração das companhias.

Posteriormente, os escândalos corporativos que surgiram a partir de 2001 e a edição do *Sarbanes-Oxley Act* reforçaram ainda mais essa ideia, conforme já relatado. Resta tentar entender o porquê da adoção disseminada dessas ideias originadas nos Estados Unidos em outros países com histórias e sistemas jurídicos bastante distintos.

## ii. Discussões sobre Convergência

O movimento internacional de convergência das chamadas “boas práticas” de governança corporativa parece inexorável. Em grande parte, esse movimento – principalmente com relação aos Comitês – evolui em observância aos padrões estadunidenses.

A explicação para esse rumo da convergência, contudo, não é simples, sendo objeto de debates e polêmicas verificadas em boa parcela dos estudos recentes sobre governança corporativa, conforme a revisão da literatura que será feita a seguir.

---

<sup>132</sup> BLACK, Bernard S. *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice in UCLA Law Review*, vol. 39, 1992, p. 813.



### 1. Razões comuns para a convergência

Quando se fala em convergência, é preciso ter em mente que alguns aspectos que marcaram a evolução da governança corporativa nos Estados Unidos são, em alguma medida, comuns a outros países.

Um exemplo disso é o crescimento da participação de investidores institucionais em diversos países. O relatório da OECD de 2004 bem expõe essa crescente presença de investidores institucionais nos mercados de capitais ao redor do mundo (o que o relatório chama de *rise of institutional investors*)<sup>133</sup>.

Uma das explicações para essa ocorrência estaria relacionada à maior capitalização dos fundos de pensão e à necessidade de realizar investimentos de longo prazo. Outra explicação estaria na necessidade de fundos privados atenderem às demandas de investidores individuais, por diversificação de portfólio e maior liquidez.

GILSON utiliza como exemplo a atuação do maior fundo de pensão norte-americano, *California Public Employees Retirement System* (“CalPERS”), que possui aproximadamente 20 bilhões de dólares em ações de companhias estrangeiras, o que representa quase 20% do seu investimento total em ações<sup>134-135</sup>. Em vista dessa significativa participação, é natural que os investidores institucionais norte-americanos tenham exigido das companhias adaptações nas suas práticas de governança corporativa:

“Confronted with corporate governance systems that appear to lack mechanisms for external monitoring, U.S. institutional

<sup>133</sup> *Corporate Governance: A Survey of OECD Countries*, cit., p. 21.

<sup>134</sup> A representatividade desse montante, nas companhias europeias, é também descrita por GILSON: “Anglo-Saxon institutional investment of this sort translates into a significant percentage of the outstanding shares in particular countries: on average, 35 percent of the outstanding shares of the 40 largest companies on the Paris stock exchange are held by American and British institutional investors and pension funds. The figure rises to 41 percent of Dutch companies.”

GILSON, Ronald J. *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function* in *Stanford Law and Economics Olin*. Working Paper nº 192, 2000, p. 22.

<sup>135</sup> ROE e Bebchuk também citam a função do fundo de pensão CalPERS como um exemplo de investidor institucional que, a partir dos anos 90, teve a iniciativa de atuar fora do seu país de origem.

ROE, Mark J., BEBCHUK, Lucian A. *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership* in *Stanford Law Review*, vol. 52, 1999, p. 7.

investors have begun to urge that European companies make significant changes in their formal governance institutions to more closely resemble U.S. style governance. Leading the movement, CalPERS has announced a set of general principles - its six General Principles including director accountability to shareholders and a one share-one vote capital structure. The General Principles were followed with the issuance of specific standards for the United Kingdom, France, Germany and Japan.”<sup>136</sup>

Assim, a atuação internacional dos investidores institucionais, dispendo de grande volume de capital para companhias diversas, é, para a doutrina, um marco da convergência dos ditames da governança corporativa<sup>137-138</sup>.

Aliás, a globalização, em termos mais gerais, está sempre presente nas explicações dadas para a convergência. Entre outras coisas, a busca por ganhos em escala

---

<sup>136</sup> GILSON, Ronald J. *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function* cit., p. 4.

<sup>137</sup> Nesse sentido, ainda nos anos 90, BLACK e COFFE já observavam indícios de convergência em razão da atuação de investidores institucionais internacionalmente:

“One finds recurring hints, in the British experience, that we may be in the early stages of an international convergence in institutional behavior. Capital flows and financial institutions are increasingly international in scope. As financial institutions expand their international presence, they are increasingly exposed both to different expectations as to how they will act and to competition from other institutions with different histories.”

COFFEE, John C. BLACK, Bernard S. *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation* in *Michigan Law Review*, vol. 92, 1994, p. 2084.

<sup>138</sup> Em alguns casos, os investidores institucionais são acusados de adiantar as tendências das regras de governança. Um exemplo está nas diferentes medidas *anti-takeovers* adotadas nos Estados Unidos e no Reino Unido. Enquanto no primeiro, como já se comentou, a origem dessas medidas está relacionada à ação dos administradores das companhias, que queriam prevenir as aquisições hostis que pudessem por em risco os seus empregos, no Reino Unido houve uma intervenção mais rápida dos investidores institucionais, logo que essas operações começaram a aparecer com mais frequência – lá, desde meados dos anos 60, já se verificava a atuação de fundos de pensão, em batalhas para aquisição de controle nas companhias. O resultado é que, no Reino Unido, em razão da atuação dos investidores institucionais, anteciparam-se as práticas de governança corporativas destinadas a assegurar os direitos dos acionistas no exercício do controle da companhia, o que, mais tarde, acabou se tornando um dos tópicos da governança corporativa nos Estados Unidos e no resto do mundo.

ARMOUR, John. JACOBS, Jack B.. MILHAUPT, Curtis J. *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets* in *Harvard International Law Journal*, vol. 52, number 1, 2011, pgs. 265 a 270.

global, por parte das companhias, trouxe invariavelmente maior competitividade entre os mercados internacionais e a busca por sistemas mais eficientes<sup>139</sup>.

COFFE acresce a essa lista de motivos: o desenvolvimento do mercado de capitais na Europa, possível após profundas mudanças políticas (até então, à exceção do Reino Unido, a principal opção de captação de recursos das companhias europeias era o financiamento bancário); a harmonização dos padrões internacionais de contabilidade (à época *International Accounting Standards Committee – IASC* e hoje *International Financial Reporting Standard – IFRS*); e o *cross-listing*<sup>140-141</sup>.

O último tópico citado, o *cross-listing*, é melhor desenvolvido por COFFE em outro artigo de sua autoria<sup>142</sup>. Conforme o texto, a explicação tradicional para a listagem de companhias estrangeiras nos Estados Unidos estaria relacionada à decisão voluntária pela submissão a regras mais rígidas de governança corporativa, como uma forma de se obter mais credibilidade no mercado global e, em última instância, aumentar o seu valor de mercado<sup>143</sup>. Assim, a companhia compensaria a visão externa negativa sobre os padrões mais fracos de governança corporativa no seu país de origem.

Porém, para COFFE, essa não seria a única explicação para o fenômeno. Por trás do *cross-listing* seria possível vislumbrar não só a competitividade entre as

---

<sup>139</sup> “It might be thought that the advanced economies should by now display similar patterns of corporate structure. Companies in these countries face similar governance problems. All large-scale firms share some key common functions: Capital must be gathered, management must be selected and disciplined, and information must be transmitted to core decision makers organizational imperatives could demand organizational similarities. And other powerful forces, it might be argued, drive countries and firms to adopt the most efficient corporate rules and structures. Not to do so in our competitive global village runs the risk that firms and the economy will fall behind. A firm that did not adopt the best structure would be hurt either in its profits and value or in its ability to raise new capital. Countries that fail to adopt efficient rules would inflict costs on their corporations, which would then be worth less and would then be less able to raise capital; as a result, firms, factories, and businesses might suffer, or they might migrate away from the country.”

ROE, Mark J., BEBCHUK, Lucian A. *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership* in *Stanford Law Review*, vol. 52, 1999, p. 5.

<sup>140</sup> Nome dado para a listagem e negociação das ações de uma companhia em uma ou mais Bolsas de Valores fora do seu país de origem.

<sup>141</sup> COFFEE, John C. *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications* in *Columbia Law School Center for Law and Economic Studies*, working paper n° 144, 1999, pgs. 46 a 81.

<sup>142</sup> COFFEE, John C. Jr. *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance* in *Columbia Law Review*, vol. 102, n° 7, 2002.

<sup>143</sup> No decorrer do texto, o autor cita, também, estudos que indicam o objetivo de redução, com o *cross-listing*, do custo de capital das companhias (e não exatamente do valor de mercado). Esse tipo de comparação é bastante comum na doutrina de finanças, como no seguinte texto:

DOIDGE, Craig, et. al. *Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-listing Decision* in *The Journal of Finance*, vol. LXIV, n° 1, 2009.

companhias, mas uma forma de competitividade regulatória<sup>144</sup>. As Bolsas de Valores, com o apoio das autoridades locais, tenderiam criar regras de governança corporativa diferenciadas, para atrair mais companhias. Um dos exemplos dados no texto seria o Novo Mercado criado pela bolsa de valores brasileira, bem como o *Neuer Markt* da bolsa alemã, como tentativas para aprimorar as regras locais de governança e evitar a imigração na listagem das companhias nacionais<sup>145</sup>.

Assim, a globalização e as suas várias consequências, como a maior a competitividade e atuação internacional das companhias, é fator histórico que certamente influenciou a revisão da legislação societária em diversos países e a adoção de regras de governança corporativa mais padronizadas<sup>146</sup>.

Alguns desses fatores também servem para explicar, em parte, a tendência da convergência para os padrões de governança corporativa estabelecidos no modelo norte-americano. Por exemplo, os investidores institucionais norte-americanos foram pioneiros na atuação internacional<sup>147</sup>. Por outro lado, ao menos num primeiro momento, o *cross-listing* ocorreu com muito mais intensidade nas bolsas norte-americanas. Por isso, os padrões vigentes nos Estados Unidos foram impostos para companhias de outros países, seja por força dos seus investidores institucionais, na participação em companhias estrangeiras, seja em razão das regras de listagens das bolsas de valores dos Estados Unidos, aplicáveis a companhias nacionais ou estrangeiras<sup>148</sup>.

---

<sup>144</sup> Sobre esse tópico, o autor chega a mencionar algumas concessões feitas pelas Bolsas norte-americanas para aceitarem as companhias de diferentes localidades. Exemplo disso é a permissão para que as companhias brasileiras substituíssem o Comitê de Auditoria obrigatório pelo Conselho Fiscal – assunto esse que será melhor abordado adiante.

<sup>145</sup> O autor também vislumbra a possibilidade de um efeito negativo dessa competitividade, em que haveria a manutenção de mercados com baixos padrões de governança corporativa, com o escopo de acolher aquelas companhias que não estivessem dispostas a mudar as regras do jogo. Em contraposição à *race to the top*, contido no título do artigo, esse movimento poderia ser chamado de *race to the bottom*.

COFFEE, John C. Jr. *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*. cit., pgs. 1814 a 1817.

<sup>146</sup> "Globalization leads to a much faster exchange of ideas, including ideas about laws and regulations, and therefore encourages the transfer of legal knowledge. Globalization also encourages competition among countries for foreign direct investment, for capital, and for business in general, which must as well put some pressure toward the adoption of good legal rules and regulations.

The convergence is working both by civil law countries increasingly accepting common law solutions, and vice versa."

LA PORTA, Rafael. SILANES, Florencio Lopez. SHLEIFER, Andrei. *The Economic Consequences of Legal Origins* in *Journal of Economic Literature*, 46:2, p. 327.

<sup>147</sup> Ver nota 135 e texto relacionado.

<sup>148</sup> Ver nota 47 e texto relacionado.

Mas não é só. Algumas manifestações de organizações internacionais também incentivaram que o modelo norte-americano de governança corporativa fosse replicado. Nesse sentido, o exemplo mais emblemático pode ser considerado a manifestação do Banco Mundial (*World Bank*) sobre a crise financeira asiática de 1997, como explica GILSON:

“The American system then became the apparent end point of corporate governance evolution, a consensus that appears clearly from the IMF and the World Bank’s response to the 1997- 1998 East Asian financial crisis. In addition to these agencies’ traditional emphasis on macroeconomic matters like government deficit reduction, countries accepting financial assistance also had to commit to fundamental reform of their corporate governance system, in the direction of the American model.”<sup>149</sup>

A atuação do *World Bank* não ficou limitada a esse evento. Em conjunto com a OECD, o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (IMF, na sigla em inglês) emitiram os chamados *Reports on Observance of Standards and Codes* (ROSCs), os quais observam e relatam a evolução das práticas de governança corporativa em diversos países, a fim de se identificar a convergência nas regras e nos códigos adotados. De posse dessas informações, a OECD, também com a colaboração do Banco Mundial, conduziu uma série de visitas aos países não membros, situados na Ásia, América Latina, Rússia, Eurásia e Sudeste Europeu, com o objetivo de identificar os pontos de governança corporativa a serem aperfeiçoados<sup>150</sup>.

Nenhum desses acontecimentos, contudo, teve tanta influência para a observância do modelo norte-americano como os escândalos corporativos ocorridos em 2001 nos Estados Unidos, representados pelos casos Enron, WorldCom e de outras companhias. Por mais contraditório que possa parecer – afinal, tais acontecimentos

---

<sup>149</sup> GILSON, Ronald J. *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function in Stanford Law and Economics Olin*. Working Paper nº 192, 2000, p. 4.

Disponível em SSRN:

<http://ssrn.com/abstract=229517> or doi:10.2139/ssrn.229517.

<sup>150</sup> *Corporate Governance: A Survey of OECD Countries*, cit., p. 3.

provavam as falhas na governança corporativa daquele país – o fato é que, com a ocorrência desses eventos e a conseqüente edição do *Sarbanes-Oxley Act*, verificou-se uma verdadeira corrida para a convergência, conforme bem explica FERRARINI:

“After the American scandals of Enron, WorldCom, and their followers, a veritable reform flood has swept from the United States over to Europe and beyond. The Sarbanes-Oxley Act of July 2002 has set the stage not only for American Corporations, auditors, lawyers, and investors, but also very much for non-American ones. Beyond the direct impact of this legislation on those non-American entities and professionals who are listed or are doing business in the United States and therefore cannot escape its reach, there is also an indirect, but hardly less palpable, impact that is not, as in many other instances, simply due a more or less controversial extraterritorial application of American law. Enron and its consequences are different. They created in Europe as well a radical feeling of uncertainty and actual fear as to the good functioning of corporate governance in these countries. This concern extends beyond concrete corporate governance issues to the possible consequences for the relevant financial and business centers, their international competitiveness, and even the efficiency of their judicial and enforcement systems. If abuses such Enron can happen in the United States without being detected earlier by a highly sophisticated auditing, financial, and institutional investor community and by a legal and supervisory system which to many Europeans seemed to reach too far, similar dangers are all the more real in Europe. This is why the emulation and occasionally even straight imitation of the American reform euphoria and reform measures have stimulated European politicians and legislators in their respective countries as well

as in the Council of the European Union to quick and far-reaching company and takeover law reform activities.”<sup>151</sup>.

O *Sarbanes-Oxley Act*, assim, dentro do contexto em que foi editado, é um grande marco na explicação sobre a direção da convergência, que aponta para a exportação das regras norte-americanas para o resto do mundo<sup>152</sup>.

## 2. Desafios para a convergência

Por mais que se apontem várias forças a favor da convergência, é evidente que as peculiaridades de cada país também devem ser consideradas na análise desse movimento.

Sobre o assunto, LA PORTA, LOPES-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, comumente referidos pela sigla LLSV, capitanearam importantes estudos destacando as diferenças fundamentais nas legislações de cada país e a relação dessas diferenças com o desenvolvimento das companhias. Nesses estudos, LLSV relacionaram o nível de proteção aos investidores conforme o sistema legal a que se submetem as companhias (*common law* ou *civil law*) e a estrutura de controle predominante em cada um desses sistemas.

---

<sup>151</sup> Nesse mesmo sentido, explica-se, na mesma obra to texto transcrito, que os colapsos financeiros a partir de 2001 nas companhias norte-americanas não tiveram impacto direto na Europa. Não obstante, os efeitos do *Sarbanes-Oxley Act* foram notáveis:

“First, it is a remarkable thing that a series of corporate collapses in a foreign jurisdiction should have triggered such an extensive review in the UK of its own governance provisions. The direct impact of these collapses in the UK was minor. The UK assets of Enron and of the other companies seem to have passed into new hands relatively smoothly and certainly without the major loss of jobs with which those collapses have been associated in the United States. So it is no because these foreign collapses had significant adverse consequences in UK that government action was triggered, but rather because the foreign corporate failures were thought to raise questions about the efficacy of the British system of corporate governance, taking corporate governance in a broad sense. That these questions should be regarded by the British Government as compelling is perhaps a tribute to the convergence of corporate governance systems in developed economies. Had the US governance system been thought to be very different from British one, the it is difficult to see why the US collapses should have triggered such an extensive review. Moreover, this is not merely an Anglo-American point. Similar responses to Enron, to a greater of lesser extent, can be see across Europe, and the force of the convergence point is thus enhanced.”

FERRARINI, Guido, et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. New York: Oxford, 2004, prefácio e pgs. 188 e 189.

<sup>152</sup> “Probably unintentionally, the United States has just taken a major and potentially destabilizing step towards heightened regulatory competition by enacting the Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 (popularly known as the ‘Sarbanes-Oxley Act’).

COFFEE, John C. Jr. *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*. cit., p. 1768.

Para esse estudo, os autores definem bem claramente os conflitos de agência existentes nas companhias de controle disperso e concentrado<sup>153</sup>. No primeiro caso, como se depreende do exemplo dos Estados Unidos, o conflito surge na relação entre os administradores e os acionistas das companhias. No segundo caso, entre os acionistas controladores e não-controladores, sendo este o modelo presente na maior parte dos países, à exceção dos Estados Unidos e do Reino Unido<sup>154</sup>.

Nessa vertente, seguiram-se diversos trabalhos, que relacionam o risco de apropriação do acionista controlador, ínsito ao problema de agência dominante onde há o controle concentrado, como um dos grandes óbices para o próprio desenvolvimento do mercado de capitais respectivo<sup>155</sup>. A partir desse pensamento, diversas pesquisas apontaram que o aprimoramento dos mecanismos legais de proteção aos investidores não-controladores seria uma maneira eficaz de se mitigarem os problemas de agência encontrados nos sistemas de controle concentrado.

---

<sup>153</sup> “We find that, except in economies with very good shareholder protection, relatively few of these firms are widely held, in contrast to the Berle and Means image of ownership of the modern corporation. Rather, these firms are typically controlled by families or the State. Equity control by financial institutions or other widely held corporations is far less common. The controlling shareholders typically have power over firms significantly in excess of their cash flow rights, primarily through the use of pyramids and participation in management. The results suggest that the central agency problem in large corporations around the world is that of restricting expropriation of minority shareholders by the controlling shareholders, rather than that of restricting empire building by professional managers unaccountable to shareholders.”

LA PORTA, Rafael. LOPEZ DE SILANES, Florencio. SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership Around the World in Harvard Institute of Economic*, Research Paper nº 1840, 1998, p.

<sup>154</sup> Essa diferenciação entre os diferentes tipos de conflito de interesses é bastante elementar em diversos textos sobre governança corporativa:

“One of the most striking differences between countries’ corporate governance systems is the difference in the ownership and control of firms that exist across countries. Systems of corporate governance can be distinguished according to the degree of ownership and control and the identity of controlling shareholders. While some systems are characterised by wide dispersed ownership (outsider systems), others tend to be characterised by concentrated ownership or control (insider systems). In outsider systems of corporate governance (notably the US and UK) the basic conflict of interest is between strong managers and widely-dispersed weak shareholders. In insider systems (notably Germany and Japan), on the other hand, the basic conflict is between controlling shareholders (or blockholders) and weak minority shareholders.”

MAHER, Maria E. ANDERSSON, Thomas. *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*, 2000, p. 3.

Disponível em:

<http://ssrn.com/abstract=218490>

<sup>155</sup> “A growing body of empirical literature documents the private benefits of control – that is, the disproportionate returns – that dominant shareholders receive often at the expense of minority shareholders. These benefits are impounded in the control premia charged for controlling blocks and in the price differentials that obtain between publicly traded high – and low-vote shares in the same companies. Both measures are often assumed to be rough indicators of the level of minority shareholder expropriation across our core jurisdictions.”

KRAAKMAN, Reiner, et al. *The Anatomy of Corporate Law*, Second Edition, New York: Oxford, 2009, p. 89 e 90.



Assim, LA PORTA e outros expoentes, autores dessa linhagem de estudos, terminaram incorporando os mecanismos de proteção aos direitos dos investidores na própria definição de governança corporativa, como na passagem a seguir:

“Investor protection turns out to be crucial because, in many countries, expropriation of minority shareholders and creditors by the controlling shareholders is extensive. When outside investors finance firms, they face a risk, and sometimes near certainty, that the returns on their investments will never materialize because the controlling shareholders or managers expropriate them (we refer to both managers and controlling shareholders as ‘the insiders’). Corporate governance is, to a large extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders.”<sup>156</sup>

Ao cabo desses trabalhos, que deram azo à linha de pesquisa designada *Law and Finance*, chegou-se à conclusão de que, nos sistemas de *common law*, onde também se verifica grande parte das companhias com propriedade dispersa, os investidores teriam à disposição mecanismos legais mais eficientes para a proteção de seus interesses como acionistas. No *civil law*, o oposto<sup>157-158</sup>.

---

<sup>156</sup> LA PORTA, Rafael, et al. *Investor Protection and Corporate Governance* in *Journal of Financial Economics*, volume 58, issues 1-2, 2000, p. 1.

<sup>157</sup> LA PORTA, Rafael. et al. *Law and Finance* in *Journal of Political Economy*, volume 106, nº 6, 1998.

<sup>158</sup> A literatura sobre o tema é bem resumida por GLAESER e SHLEIFER:

“In addition, recent research reveals significant differences between common law and (French) civil law countries in a variety of political and economic conditions. If we compare countries at the same level of development, French civil law countries exhibit heavier regulation, weaker property rights protection, more corrupt and less efficient governments, and even less political freedom than do the common law countries (La Porta et al. 1999, Djankov et al. 2000). One area where this greater insecurity of property rights in the civil law countries shows up clearly is the development of financial markets. On just about any measure, common law countries appear to be more financially developed than civil law countries (La Porta et al. 1997, 1998).”

No decorrer do texto, os autores fazem uma análise da evolução dos sistemas legais na Inglaterra e na França, a partir do século 12, para, ao final, corroborar a conclusão de que as origens legais de cada país são determinantes ao desenvolvimento econômico.

GLAESER, Edward L. SHLEIFER, Andrei. *Legal Origins* in *Harvard Institute of Economic Research Paper* nº 1920, 2001.

Além disso, outra suposta vantagem do *common law* sobre o *civil law* estaria no fato de que o primeiro sistema permitiria mudanças mais dinâmicas, para atender às demandas de mercado, ao passo que o segundo exigiria mais esforços para revisão do arcabouço legal e regulatório<sup>159</sup>.

Mas, além do sistema legal, questões históricas, políticas e culturais podem ser determinantes para a estagnação dos padrões prevalentes em cada mercado<sup>160</sup>.

Nesse sentido, *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership*<sup>161</sup> é importante trabalho elaborado por BEBCHUK e ROE, no qual os autores avaliam o movimento de convergência em contraposição às peculiaridades histórico-políticas em variados países.

De maneira geral, o trabalho procura explicar a razão da manutenção das diferentes estruturas de controle vigentes nas companhias (concentrado e disperso), mesmo diante do ambiente competitivo global e da busca por formas mais eficientes de estruturas de governança corporativa<sup>162</sup>. Ou seja, os autores buscam compreender as razões pelas quais, em alguns casos, o movimento de convergência não surte efeitos representativos.

---

<sup>159</sup> PISTOR explica essa alegada vantagem do sistema de *common law*:

“in common law countries the statutory law has been less rigorous, leaving substantial room for the reallocation of rights. The more flexible approach of the common law has opened the possibility for substantially more experimentation. The key elements of the traditional corporate finance doctrine had all fallen in Delaware by the late 1920s.<sup>168</sup> In England, several of these rights had never existed (preemptive rights) and others were liberalized even earlier (i.e. authorized stock could be issued since 1862). A more flexible corporate law enhances the responsiveness of firms to changing market conditions. Proponents of the contractual theory of the corporation have long hailed the superiority of a corporate law that allows companies to opt out of the corporate law and design their own charter on a contractual basis.”

No decorrer de seu trabalho, contudo, PISTOR pondera que não concorda integralmente com essa posição. PISTOR, Katharina. et. Al. *The Evolution of Corporate Law - A Cross-Country Comparison* in *The University of Pennsylvania Journal of International Law*, volume 23, issue 4, pgs. 29 e 30.

<sup>160</sup> Nos Estados Unidos se defendeu, por algum tempo, que o modelo BERLE e MEANS de companhia seria fruto de uma evolução darwiniana, oriunda meramente da evolução do mercado e da procura por eficiência. Essa ideia foi consistentemente refutada por ROE, que chamou a atenção para fatores políticos e legais que foram determinantes para a criação do terreno sobre o qual se construíram as bases legais em que se desenvolveram as companhias nos Estados Unidos e que, como consequência, ensejaram a predominância da estrutura de capital disperso (nos moldes analisados por BERLE e MEANS), que distancia os acionistas do controle das companhias.

ROE, Mark J. *A political theory of American corporate finance* in *Columbia Law Review* vol. 91, nº 1, 1991.

<sup>161</sup> ROE, Mark J., BEBCHUK, Lucian A. *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership* in *Stanford Law Review*, vol. 52, 1999.

<sup>162</sup> Os autores, tal como mencionado anteriormente, reconhecem a competitividade internacional e a globalização como fatores determinantes para a convergência das regras de governança corporativa. Nesse ponto, os autores comparam as técnicas de governança com o aprimoramento tecnológico: em ambos os casos, as companhias devem procurar as melhores técnicas para conseguirem mais eficiência e, com isso, vencer no competitivo mundo corporativo globalizado.

Em resposta, os autores atribuem a resistência à convergência ao *path dependence*, que se representa pelos fatores políticos e históricos que determinam as estruturas de controle inicialmente adotadas nas companhias em cada país. O *path dependence*, assim, dificulta (ou por vezes impede) a alteração das estruturas de controle, em razão de acontecimentos do passado.

Por exemplo, enquanto os bancos eram proibidos de manter grandes posições nas companhias abertas norte-americanas<sup>163</sup>, na Alemanha e no Japão os bancos sempre possuíam enorme parcela das ações das suas respectivas companhias locais. O *path dependence*, assim, explicaria a razão pela qual esses sistemas, bastante diferentes, pouco se alteraram no decorrer do tempo.

O *path dependence* é fator constantemente considerado nos estudos sobre a convergência dos padrões de governança corporativa. Além dos custos e externalidades envolvidos numa alteração capaz de mudar a estrutura de controle nas companhias, a maior dificuldade de uma mudança dessa natureza está no fato de que aqueles beneficiados nas estruturas vigentes (administradores ou acionistas controladores, por exemplo) farão o possível para mantê-las intactas – mesmo que saibam que eventual alteração possa, de fato, tornar as companhias mais eficientes e competitivas<sup>164</sup>.

### 3. Análise crítica da Convergência

Em meio às discussões sobre as vantagens e desvantagens para a convergência, muitos estudos sobre trazem comparativos que relacionam ao desempenho das companhias e o retorno dos investimentos dos acionistas, conforme o modelo de governança corporativa adotado<sup>165</sup>. Conforme a doutrina reconhece: “whichever side of the

---

ROE, Mark J., BEBCHUK, Lucian A. *A Theory of Path Dependence*, cit, p. 6.

<sup>163</sup> Esse exemplo é melhor explorado por ROE em outro texto, no qual pondera que seria considerado ilegal, no sistema norte-americano, que os bancos detivessem a mesma participação que mantêm, proporcionalmente, nas companhias da Alemanha e no Japão.

ROE, Mark J. *Corporate Governance in Germany, Japan and America in Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlin; Nova York: de Gruyter, 1993, pgs. 25 e 26.

<sup>164</sup> Para uma explicação mais completa sobre *path dependence*, v. outra obra do autor:

ROE, Mark J. *Chaos and Evolution in Law and Economics in Harvard Law Review*, 109, 1996.

<sup>165</sup> Alguns inclusive já citados nesse trabalho. Ver nota 29.

Também:

issue one took, the corporate governance debate came to turn on arguments about the link between particular national governance institutions and competitiveness: Is this institution efficient?”<sup>166-167</sup>.

Contudo, como visto, não basta que se reconheçam as vantagens de cada modelo de governança. Em alguns casos, são necessários superar obstáculos profundos, como aqueles de cunho legal, político ou cultural, para que, então, se possa trabalhar nas mudanças desejadas ou necessárias.

Ocorre que essas assunções acabam deixando de lado importantes questões, como esta: há, de fato, um sistema ideal, que sirva para substituir os demais?

Nesse ponto, a discussão sobre a convergência começa a considerar vantagens e desvantagens em cada um dos sistemas existentes.

Exemplo disso são os estudos que ponderam as vantagens das estruturas de capital concentrado sobre a dispersão acionária. Por exemplo, quando há o controle definido, o acionista controlador não costuma ter problemas para monitorar a administração da companhia, ao contrário do que acontece nos sistemas em que a propriedade acionária é dispersa<sup>168</sup>. O conflito de agência clássico, entre administradores e acionistas, não tem a mesma relevância nesses casos.

Sobre esse assunto, LA PORTA e outros financistas, em um de seus últimos trabalhos, faz uma revisão das críticas recebidas ao longo da última década, para deixar claro o seguinte: “Legal Origins Theory does not point to the overall superiority of

---

MAHER, Maria. ANDERSSON, Thomas. *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*, working paper, 1999.

Disponível em:

<http://www.oecd.org/dataoecd/10/34/2090569.pdf>.

<sup>166</sup> GILSON, Ronald J. *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function* cit., pgs. 3 e 4.

<sup>167</sup> A última versão do citado *UK Code on Corporate Governance* consigna a relação entre a governança corporativa e busca pela eficiência:

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

<sup>168</sup> As vantagens e desvantagens do controle concentrado são enfatizadas no relatório da OECD:

“In a large number of OECD countries, controlling shareholders predominate which can be a positive feature serving to reduce agency costs (costs associated with management pursuing their own interests) and aligning incentives with other shareholders. However, without effective legal and institutional protection for minority shareholders and creditors, growth reducing behavior might be encouraged and this could be made worse if other traditional sources of governance such as banks are in decline. The corporate governance agenda for these countries may therefore be quite different from others where, for instance, a major issue would be how to cope effectively with the rise of institutional investors

*Corporate Governance: A Survey of OECD Countries*, cit., p. 34.

common law; to the contrary, it points to the superiority of civil law and regulatory solutions”,<sup>169-170</sup>.

Esse tipo de pensamento serve de fundamento para uma série de questionamentos quanto à implantação das regras que visem à convergência. Afinal, o que funciona em um sistema, pode não funcionar em outro<sup>171-172</sup>.

Mesmo antes do *Sarbanes-Oxley Act*, ou seja, quando a convergência ainda era um movimento relativamente ponderado<sup>173</sup>, já persistiam várias críticas para a verificada tendência de convergência para o modelo anglo-saxão<sup>174</sup>, o qual oferece soluções que nem sempre são adequadas a outros sistemas.

---

<sup>169</sup> Nesse caso, os autores fazem referência à maior facilidade, com o *civil law*, de se evitarem abusos do mercado (risco de desordem dos mercados), riscos esses mais proeminentes no *common law*. A contrapartida desse maior controle no *civil law* está no risco de conflitos e abusos das próprias autoridades do Estado, conforme explicam os autores:

“All legal systems seek to simultaneously address twin problems: the problem of disorder or market failure and the problem of dictatorship or state abuse. There is an inherent trade-off in addressing these twin problems: as the state becomes more assertive in dealing with disorder, it may also become more abusive. We can think of the French civil law family as a system of social control of economic life that is relatively more concerned with disorder, and relatively less with dictatorship, in finding solutions to social and economic problems. In contrast, the common law family is relatively more concerned with dictatorship and less with disorder. These are the basic attitudes or styles of the legal and regulatory systems, which influence the ‘tools’ they use to deal with social concerns.”

LA PORTA, Rafael. SILANES, Florencio Lopez. SHLEIFER, Andrei. *The Economic Consequences of Legal Origins*, cit., p. 307.

<sup>170</sup> Os autores, ao final, reiteram as vantagens que o *common law* possui sobre o *civil law*, esclarecendo que as posições expressadas nos textos anteriores se firmam na premissa de que, não havendo eventos extraordinários, como guerras, por exemplo, a convergência continuará a tender para o modelo anglo-saxão de regulação dos mercados:

“The world economy in the last quarter century has been surprisingly calm, and has moved sharply toward capitalism and markets. In that environment, our framework suggests that the common law approach to social control of economic life performs better than the civil law approach. When markets do or can work well, it is better to support than to replace them. As long as the world economy remains free of war, major financial crises, or order extraordinary disturbances, the competitive pressures for market-supporting regulation will remain strong and we are likely to see continued liberalization. Of course, underlying this prediction is a hopeful assumption that nothing like World War II or the Great Depression will repeat itself. If it does, countries are likely to embrace civil law solutions, just as they did back then.”

LA PORTA, Rafael. SILANES, Florencio Lopez. SHLEIFER, Andrei. *The Economic Consequences of Legal Origins*, cit, p. 327.

<sup>171</sup> “Evidence exists that transplanting American-style law into another country without taking into account the background culture and legal structure of the country is not effective. Moreover, spurring government regulators into action may not result in desired protections. Government regulators, for example, may just as well intervene in a manner that is detrimental to the welfare of investors and the overall capital markets.”

CHOI, Stephen. *Law, Finance and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets in Texas Law Review, Forthcoming Symposium*, 2002, p. 79.

<sup>172</sup> COFFEE, John C., *A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ* in *Columbia Law and Economics*. Working Paper No. 274., 2005. pgs. 18 e 19.

<sup>173</sup> Ao menos em relação aos Comitês.

<sup>174</sup> Em 1999, Lannoo defendia a criação de um código de governança corporativa que enaltecisse as preocupações europeias no debate, a fim de evitarem contradições na convergência.

Para melhor dialogar sobre esses problemas da convergência, o estudo realizado por GILSON<sup>175</sup> oferece ferramentas para lidar com as maneiras pelas quais a convergência se efetiva, diante de tantas forças conflitantes para esse movimento.

Para GILSON, é muito mais fácil que a convergência se dê funcionalmente do que formalmente. Isso porque, em muitos casos, a mudança formal pode ser muito difícil e traumática (em razão do *path dependence*, por exemplo). Assim, para atender às forças de convergência, as companhias tenderiam a inventar novas maneiras de, com as ferramentas disponíveis, adotar as práticas de governança corporativa para atingir a eficiência desejada, em comparação com o mercado competitivo global. E, para o autor, seria possível obter resultados eficazes mesmo sem que se procedesse a uma convergência formal, a qual, em alguns casos, poderia gerar consequências desastrosas nas estruturas existentes.

Exemplo disso seria a convergência por contrato, como nas regras de listagem das bolsas de valores ou nas exigências dos investidores institucionais. Essas seriam maneiras de se incorporarem nas companhias padrões semelhantes, em ambientes formalmente distintos. Ou seja, nessas situações, prevaleceria uma convergência funcional, e não formal, para adaptação das companhias à nova realidade a que estão expostas<sup>176-177</sup>.

---

LANNOO, Karel. *A European Perspective on Corporate Governance* in *Journal of Common Market Studies*, volume 37, issue 2, 1999. pgs. 269 a 294.

<sup>175</sup> GILSON, Ronald J. *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, cit.

<sup>176</sup> A terminologia proposta por Gilson é replicada em outros trabalhos que tratam das forças que regem a convergência:

“In other words strong forces for convergence meet with strong forces for resistance and inertia. The outcome of this dilemma, Coffee argues, is that formal governance structures change very little, but that a functional convergence in corporate governance takes place as European companies change their standards and behaviour to American standards.”

THOMSEN, Steen. *Convergence goes both ways: An alternative perspective on the convergence of corporate governance systems*, cit., p. 2.

<sup>177</sup> Já HANSMANN e KRAAKMAN discordam diretamente da avaliação de GILSON:

“In contrast to Gilson, however, we believe that formal law and governance structures are less contextual and more malleable than is often assumed, once the norm of shareholder primacy is accepted. Functional convergence – rather than straightforward imitation – is thus less necessary than Gilson supposes. We also suspect that close substitutes among alternative governance structures and legal rules are less widespread than Gilson implies.”

HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier H. *The end of History for Corporate Law*. *Yale Law School Working Paper* n° 235; *NYU Working Paper* n° 013; *Harvard Law School Discussion Paper* n° 280; *Yale SOM Working Paper* n° ICF - 00-09, 2000, p. 30.

#### 4. *Algumas conclusões sobre a convergência de padrões*

Conforme exposto, o estudo da governança corporativa e do fenômeno da convergência oferece uma dimensão muito ampla de análise. Observa-se, num primeiro momento, a ação de particulares (como no caso da ação dos investidores institucionais e do *cross-listing*), o que explicita certo grau de voluntariedade na convergência das regras de governança.

O problema é que, em alguns casos, é preciso levar em consideração fatores políticos e históricos intrínsecos a cada local (*path dependence*), que limitam o desenvolvimento de certos mercados, nas condições existentes.

De qualquer forma, é fato que a globalização trouxe muito mais competitividade e complexidade para os mercados. O interesse em aprimorar as práticas de governança corporativa, assim, extrapola a seara das partes diretamente envolvidas (acionistas e administradores, em sentido estrito), razão pela qual prevalece a visão mais generalista de que companhias mais competitivas e um mercado de capitais desenvolvido trazem retornos sociais.

Nesse contexto, é possível extrair alguns objetivos comuns nos códigos de governança corporativa internacionais. A OECD procurou sintetizá-los da seguinte forma:

“Voluntary principles and changes to corporate law and regulation have focused, in the first instance, on questions to do with board composition and duties (including controlling conflicts of interest) in the judgement that this is the key institution where problems have arisen. In many ways it has also been an area where initiatives have been easiest to agree. The second most important area has been in disclosure and in particular with respect to the functions of external auditors. On the other hand, fundamental questions such as the exercise of ownership rights and other corporate governance

issues, such as the role of stakeholders, have been the subject of less activity.”<sup>178-179</sup>.

Como os investidores também estão atuando de forma globalizada, a proteção dos seus interesses, segundo HANSMANN e KRAAKMAN, é um dos fatores mais relevantes para a convergência:

“The ideology of shareholder primacy is likely to press all major jurisdictions toward similar rules of corporate law and practice. Although some differences may persist as a result of institutional or historical contingencies, the bulk of legal development worldwide will be toward a standard legal model of the corporation.”<sup>180</sup>

Pensando de uma maneira mais simplificada, nota-se que os objetivos comuns nas regras de governança corporativa procuram resgatar o que há de mais elementar na formação das companhias. Afinal, os acionistas investem com um único objetivo: o de ver o seu capital render frutos (seja em dividendos, seja com a valorização das suas ações). Portanto, nada mais justo que esses investidores possam exigir dos administradores que façam bom uso do capital investido, com uma gestão eficiente das companhias que comandam. E, para que os conflitos sejam evitados, é necessária a máxima transparência possível.

Mas no mundo dos fatos as coisas não são tão simples. Existem vários tipos de companhias, que apresentam conflitos bastante distintos. Por essa mesma razão, é preciso constantemente avaliar a adequação das soluções recomendadas nos códigos de

---

<sup>178</sup> *Corporate Governance: A Survey of OECD Countries*, cit., p. 58.

<sup>179</sup> Objetivos semelhantes estão inseridos na Cartilha de “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”:

“A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.”

Mais sobre o assunto, ver o item “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, pgs. 99 e ss.

<sup>180</sup> HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier H. *The end of History for Corporate Law*, cit., abstract.



governança corporativa, para que as medidas tomadas realmente tornem as companhias mais eficientes. Do contrário, a adoção de mecanismos de governança inadequados pode não só trazer gastos imediatos e desnecessários, mas – o que é muito pior – pode transmitir uma mensagem simplista e errônea para os investidores e para o mercado de que a companhia adota boas práticas de governança e, apenas por isso, deve ser valorizada.

Nesse sentido, uma das formas de se garantir a aplicação racional das forças de convergência está na cuidadosa (re)avaliação do arcabouço legal vigente, como sendo a ferramenta para, em última instância, exigir das companhias o cumprimento das regras a que são submetidas (seja voluntariamente, seja obrigatoriamente).

MILHAUPT e PISTOR, nesse aspecto, ponderam que a lei, assim como as demais normas que completam o arcabouço regulatório que vigora nos mercados, é tão mutável quanto os demais fatores políticos, econômicos e sociais. Por essa razão, não causa estranheza que várias forças tenham induzido uma série de países a replicar alguns conceitos. O importante, todavia, é que os mandamentos legais eventualmente copiados sejam efetivos, o que somente é possível caso haja “multinational agreement about the basic concepts behind the rule”<sup>181</sup>.

Portanto, é imprescindível que haja uma noção geral da evolução da governança corporativa e dos caminhos para a sua convergência para que, com isso, possam-se interpretar criticamente as regras oriundas de todo esse processo, tais como aquelas que dispõem sobre os Comitês das sociedades anônimas.

### **c. Comitê como mecanismo de Governança Corporativa**

A busca por boas práticas de governança corporativa, conforme exposto anteriormente, está relacionada com a proposição de mecanismos de reestruturação dos reestruturar componentes organizacionais das companhias, visando dar mais transparência aos atos da administração, bem como contribuir para a redução do conflito de agência

---

<sup>181</sup> MILHAUPT, Curtis J. PISTOR, Katharina. *Law and Capitalism – What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around the World*. Chicago and London: University of Chicago Press, 2008, p. 216.

existente nas companhias. Espera-se, com isso, maior proteção aos investidores, o que, para muitos, é a chave para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Nesse contexto, os Comitês são ferramentas/mecanismos constantes da quase unanimidade dos códigos de governança corporativa, bem como das normas que cuidam do tema. Estudar os Comitês é estudar a organização interna das companhias e, mais singelamente, a (re)distribuição dos poderes identificados na administração. Por essa razão, os Comitês participam daqueles que, provavelmente, são os tópicos mais bem definidos nos debates sobre governança corporativa<sup>182</sup>.

Em razão dessa inserção dos Comitês no contexto da governança corporativa, as discussões analisadas anteriormente são indispensáveis para se criticar a utilidade desses órgãos em sistemas distintos daquele em que foram originalmente concebidos.

Assim, a seguir, será apresentada a evolução dos Comitês, dentro das abordagens de governança corporativa.

Num segundo momento, serão avaliados os efeitos práticos da convergência específica na recomendação generalizada dos Comitês nas companhias, em diferentes sistemas.

Ao final, serão compilados alguns conceitos comuns sobre os Comitês e o seu papel nas companhias ao redor do mundo.

### **i. Funções dos Comitês como método de Governança Corporativa para companhias com capital disperso**

Nos dois capítulos anteriores, pôde-se observar que o Comitê de Auditoria é o protagonista entre os órgãos estudados neste trabalho, dentro da história da governança corporativa. Isso se explica em razão da primeira atribuição dada ao órgão, qual seja, garantir a precisão e veracidade na divulgação das informações financeiras ao mercado.

---

<sup>182</sup> HAMILTON, Robert W. *Corporate Governance in America 1950-2000: Major Changes but Uncertain Benefits* in *Journal of Corporation Law*, 25, 1999-2000, p. 349.

De fato, algumas distorções nas demonstrações das companhias podem ocorrer, por razão técnica, ou até mesmo para atender a objetivos não necessariamente ilícitos, como obtenção de vantagens fiscais, por exemplo<sup>183-184</sup>. Isso, é claro, não necessariamente é benéfico para o mercado em geral, pois os investidores, nessas situações, terão dificuldades para avaliar a real situação econômica das companhias.

Mas o problema se torna muito mais grave na medida em que eventuais falhas ou lacunas contábeis nas demonstrações podem servir para inverter completamente as impressões sobre a saúde financeira da companhia. Pode ser que uma demonstração financeira encubra perdas vultosas e, pior, fraudes praticadas<sup>185</sup>.

Desse modo, a principal função do Comitê de Auditoria – órgão sempre engrandecido como resposta a graves colapsos financeiros<sup>186</sup> – está ligada à necessidade do aprimoramento das divulgações feitas ao mercado, a fim de cumprir um dos objetivos comuns da governança corporativa: trabalhar para que haja maior transparência nas informações prestadas pelas companhias (*full disclosure*). Assim o fazendo, o Comitê de

---

<sup>183</sup> Trata-se, essa, de uma entre várias razões para a manipulação de resultados (*earnings management*) dos demonstrativos financeiros.

Sobre *earnings management*, ver notas 21, 22, 24 e 29.

<sup>184</sup> Abra-se um parêntese para alertar que, no Brasil, com o advento da Lei 11.638/07, que alterou o artigo 177 da Lei 6.404/76, foi positivado mandamento para que a CVM emita regras contábeis “em consonância com os padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários”. Consequência disso é que, no Brasil, com a convergência das normas brasileiras de contabilidade às disposições do *International Financial Reporting Standards* (IFRS), não mais é possível que uma companhia preste uma informação ao mercado de capitais que não seja aquela que melhor representa a sua realidade econômica. Ou seja, as companhias brasileiras são obrigadas a adotar ao menos duas políticas contábeis distintas: uma para atender ao Fisco e às suas regras específicas, outra para o ambiente societário, que impede a adoção de critérios formais na divulgação das informações – o que vale, nesse caso, é a essência econômica. É nesse sentido que veio o Parecer de Orientação nº 37/11 da CVM.

Sobre o assunto:

LOPES, Alexandre Broedel. *O Novo Regime Jurídico das Demonstrações Financeiras das Companhias Abertas Brasileiras: Algumas Implicações para o Direito Societário*, artigo inédito, [s.d.].

<sup>185</sup> Broedel comenta as falhas específicas na divulgação de informações nos casos Enron e Worldcom.:

“A Enron, por exemplo, não representou passivos em empresas de propósito específico que não eram consolidadas, enquanto que a WorldCom. apresentou ativos não recuperáveis em suas demonstrações (capitalização de despesas)”.

LOPES, Alexandre Broedel. *O Novo Regime Jurídico das Demonstrações Financeiras das Companhias Abertas Brasileiras: Algumas Implicações para o Direito Societário*, artigo inédito, [s.d.].

<sup>186</sup> “In fight against earnings management, the SEC and the *Blue Ribbon Committee* made the audit committee their champion”.

ROWLAND, Gregory S. *Earnings Management, the SEC, and Corporate Governance: Director Liability Arising from the Audit Committee Report*, cit., p. 201.

Auditoria seria órgão capaz de oferecer maior proteção aos investidores e permitir o desenvolvimento mais saudável do mercado de capitais<sup>187</sup>.

Mas é claro que, ao menos no modelo norte-americano de companhia, com capital vastamente disperso, fazia-se indispensável que o Comitê de Auditoria não fosse composto por membros da administração da companhia. Caso contrário, não seria possível esperar que o Comitê atuasse com o ceticismo necessário para a avaliação dos trabalhos elaborados pela administração. Vale dizer, havendo similitude na composição dos Comitês e da administração da companhia, é de se esperar que os eventuais conflitos de interesses dos administradores sejam replicados nos Comitês.

Seguindo essa linha de pensamento, é natural que se rogue pela independência dos membros dos Comitês de Auditoria com relação aos administradores da companhia, na medida em que se atribui aos primeiros a função de monitorar as informações produzidas pelos últimos. Nesse aspecto, a composição dos Comitês de Auditoria está relacionada com a crescente demanda por administradores mais independentes, conforme preconizam as boas práticas de governança corporativa<sup>188</sup>.

Aliás, a função de monitoramento e, conseqüentemente, a exigência de membros independentes da administração está por trás não só dos Comitês de Auditoria, mas também dos dois outros Comitês que ganharam destaque internacional nos últimos anos: de Remuneração e de Nomeação.

---

<sup>187</sup> “[Audit Committeess] offer added assurance to the shareholders that the auditors, who act on their behalf, are in a position to safeguard their interests.”  
CADBURY, Adrian. *The Committee on Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee, 1992, p. 26 e 27.

<sup>188</sup> Adiante-se que, quando se fala da administração da companhia em geral (e não só da composição dos Comitês), as vantagens advindas da presença de membros independentes é tema longe de ser pacífico: (i) há quem defenda vantagens na administração realizada por executivos da companhia (*insiders*); (ii) há quem diga que a administração só poderá ser profissional e livre de conflitos com a presença de profissionais que não participam da administração da companhia (*outsiders*), e; (iii) como era de se esperar, há quem defenda vantagens na presença de ambos.

No contexto aqui exposto, quando se avaliam os Comitês com funções de monitoramento, o debate é suavizado. Há mais consenso. É bastante comum encontrar destaque para a importância da independência dos seus membros, especialmente com relação aos administradores da companhia.

Essa discussão será relevante para os temas a serem estudados no próximo tópico, intitulado “

Efeitos da convergência específica na adoção dos Comitês”. Especificamente sobre a independência, ver notas 226 a 232 e texto relacionado.

Com efeito, o recente clamor por Comitês de Remuneração e Nomeação<sup>189</sup> também está relacionado, originalmente, à demanda por novos mecanismos de monitoramento da administração das companhias.

No que tange ao Comitê de Remuneração, trata-se de órgão criado para evitar que a administração estabeleça, para si, proventos abusivos<sup>190</sup>, que não guardem relação com o seu desempenho<sup>191</sup> e/ou com a média dos salários recebidos no mercado. É órgão, portanto, que também visa trazer mais transparência para os acionistas – nesse caso, com a ampla e detalhada divulgação para o mercado das políticas que regem o pagamento dos executivos<sup>192</sup>.

---

<sup>189</sup> “For a number of years, the membership and conduct of audit committees came under fierce scrutiny from shareholders, media and government concerned that illegal and fraudulent practices had too often gone undetected in global businesses. Most recently, the focus of attention has shifted to the remuneration or compensation committee, in the light of perceived excesses in senior executive pay.”

*Converging governance principles: Learning from best practices around the world.* Spencer Stuart, 2009.

Disponível em:

<http://www.spencerstuart.com/research/1393>

<sup>190</sup> MOBLEY cita dois casos que ganharam notoriedade nos Estados Unidos, em que se discutiu a remuneração dos executivos:

“The New York Stock Exchange board of directors' recent approval of a \$187 million pay package for its then-CEO, Richard Grasso, for instance, sparked an avalanche of reporting by the *Wall Street Journal* and other business periodicals, eventually leading to Mr. Grasso's resignation. In an almost equally publicized case, the shareholders of Walt Disney Corporation brought a derivative action alleging the board of directors 'consciously and intentionally disregarded their responsibilities' regarding a \$38 million cash and \$3 million stock option payout to the company's former president, who spent only fourteen months on the job. In an almost equally publicized case, the shareholders of Walt Disney Corporation brought a derivative action alleging the board of directors 'consciously and intentionally disregarded their responsibilities' regarding a \$38 million cash and \$3 million stock option payout to the company's former president, who spent only fourteen months on the job”.

MOBLEY, Martin D., *Compensation Committee Reports Post-Sarbanes-Oxley: Unimproved Disclosure of Executive Compensation Policies and Practices.* cit., p. 118.

<sup>191</sup> “In 1992–1993, the SEC required enhanced disclosure on executive compensation and Congress enacted tax legislation limiting the deductibility of non-performance related compensation over one million dollars, i.e. Internal Revenue Code Section 162(m). (...)”

In sum, our results suggest that compensation committees have taken the regulatory environment into account, and that these regulations have had a real economic impact on compensation and on the overall pay for performance relation. The reaction of firms with a pay for performance emphasis in their compensation policy to the currently changing economic conditions will generate interesting observations on the durability of this phenomenon.”

PERRY, Tod. ZENNER, Marc. *Pay for Performance? Government Regulation and the Structure of Compensation Contracts* in *Journal of Financial Economics*, nº 62, 2001, p. 487.

<sup>192</sup> Para MOBLEY, mesmo a maior exigência sobre os Comitês de Remuneração ainda não surte os efeitos desejados, pois seus relatórios ainda não oferecem a transparência necessária para facilitar o controle dos proventos recebidos pelos executivos.

MOBLEY, Martin D., *Compensation Committee Reports Post-Sarbanes-Oxley: Unimproved Disclosure of Executive Compensation Policies and Practices.* cit., pgs. 184 e 185.

E, assim como ocorre com o Comitê de Auditoria, parece óbvio que os membros dos Comitês de Remuneração não podem contar com a participação majoritária de executivos da companhia<sup>193</sup>.

Já os Comitês de Nomeação, como o próprio nome diz, são os grandes encarregados de garantir essa desejada independência dos membros que compõem a administração, seja na composição de Comitês, seja fora deles.

Sob essa perspectiva, os Comitês de Auditoria, Remuneração e Nomeação são considerados o tripé necessário para o controle de questões cruciais que estão nas mãos dos administradores, nas companhias de capital disperso<sup>194-195</sup>.

Em síntese, as funções comuns a esses três Comitês, amplamente recomendados, estão diretamente relacionadas ao monitoramento das atividades dos administradores, a fim de evitar que estes atuem em conflitos de interesses com os acionistas<sup>196</sup>. E, ao menos na sua concepção original, é fundamental que esses Comitês de Monitoramento (*monitoring committees* ou *oversight committees*) sejam compostos preponderantemente por membros independentes da administração da companhia<sup>197</sup>. Nesse sentido, GOWER e DAVIES concluem de forma clara e direta:

---

<sup>193</sup> Klein explica a razão pela qual esses dois Comitês exercem a função essencial na mitigação do conflito de agência entre administradores e acionistas:

“The audit committee’s principal function is to meet regularly with the company’s external and internal auditors to review the corporation’s financial statements, audit process, and internal accounting controls. This helps alleviate the agency problem by facilitating the timely release of unbiased accounting information by managers to shareholders, creditors, and so on, thus reducing the information asymmetry between insiders and outsiders. The compensation committee determines and reviews the nature and amount of all compensation for senior officers of the firm. It helps alleviate the agency problem by constructing and implementing incentive and bonus schemes designed better to align the goals between senior managers and shareholders”.

KLEIN, April. *Firm Performance and Board Committee Structure* in *Journal of Law and Economics*, volume 41, nº 1, 1998, p. 279.

<sup>194</sup> KRAAKMAN, Reiner, Et al. *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition, cit., p. 69.

<sup>195</sup> Exemplo disso está nos códigos de governança corporativa do Reino Unido, nos quais, desde a edição do *Cadbury Code*, é prevista a recomendação para formação desses três Comitês, conjuntamente.

<sup>196</sup> VAFEAS e THEODOROU comentam a função de monitoramento dos Comitês citados:

“Monitoring value of non-executive directors should be best exemplified in the work of those standing board committees which concentrate on decision control tasks (the audit, remuneration, and nomination committees).”

VAFEAS, Nikos. THEODOROU, Elena. *The relationship between board structure and firm performance in the UK* in *The British Accounting Review*, volume 30, issue 4, 1998, p. 384.

<sup>197</sup> Sobre a independência dos membros dos Comitês de Auditoria, Remuneração e Nomeação, nos Estados Unidos, KLEIN faz uma análise empírica:

“The most striking feature of board committee composition is the preponderance of noninsiders on each of these three committees. For 1992 (1993), the average proportions of inside directors are 1.6 percent (1.1

“The board should have nomination, remuneration and audit committees on which the NEDs [*non-executive directors*] should be the only or the majority (in the case of the nomination committee) of the members. These three committees clearly deal with the three most sensitive governance matters. The whole scheme will fail if the executive directors can control the appointment of the NEDs; remuneration decisions place the executive directors in a position of acute conflict of interest; and assessment by the shareholders of the performance of the management will be impossible in the absence of accurate financial data about the company but, by the same token, this is an area where the management has the greatest incentive to put an unduly optimistic interpretation on the company’s position.”<sup>198</sup>

É possível, ainda, que o monitoramento se dê com a representação de grupos de interesses. Nos Estados Unidos, um exemplo desse órgão é o Comitê de Acionistas (*shareholder advisory committees*), pioneiramente recomendado pelo fundo de pensão CalPERS, com o objetivo de permitir a maior participação de acionistas (especialmente de investidores institucionais) na administração das companhias. O diferencial nesses casos, portanto, não está necessariamente na *expertise* dos membros, mas na representatividade de uma classe dentro da administração das companhias.

No caso, os Comitês de Acionistas serviriam para avaliar relatórios dos administradores sobre o progresso dos negócios da companhia e transmitir as suas impressões para toda a base acionária. Como esses órgãos foram concebidos em meados de 1990, nos Estados Unidos, os Comitês de Acionistas estavam inseridos nas preocupações

---

percent) for audit, 4.0 percent (2.2 percent) for compensation, and 11.5 percent (9.5 percent) for nominating. Thus, the trend is away from having inside directors sitting on these committees.”

KLEIN, April. *Firm Performance and Board Committee Structure* in *Journal of Law and Economics*, volume 41, nº 1, 1998, p. 284.

<sup>198</sup> DAVIES, Paul L. *Principles of Modern Company Law*, 8<sup>th</sup> edition, Londres: Sweet & Maxwell, 2008, pgs. 407 e 408.

de outorgar aos acionistas maior participação em eventuais ofertas de aquisições hostis de controle<sup>199-200</sup>.

Sucedo que o Comitê de Acionistas, no formato descrito, não obteve muito sucesso na função de monitorar. A falta de capacidade para emitir opiniões vinculativas<sup>201</sup> era uma característica que já sugeria a fraqueza desse órgão para fazer frente à administração e representar os interesses dos acionistas<sup>202</sup>.

Há também Comitês que não têm escopo de assumir tarefas de monitoramento e mitigação dos conflitos de agência. Esses Comitês são classificados como *advisory committees* (em tradução livre, Comitês de Assessoramento)<sup>203</sup>, pois seus objetivos concentram-se no trabalho conjunto com a administração da companhia, com a participação de profissionais experientes e com visão estratégica. Os Comitês de Finanças, de Risco e Executivo são alguns exemplos desse tipo de órgão direcionados à função de assessoramento.

Em razão da dispensa do objetivo precípua de mitigar os conflitos de interesses mais relevantes nas companhias, a exigência de independência dos membros dos

<sup>199</sup> Já em 1991, BARNARD opunha-se, no âmbito acadêmico, à solução proposta pelo CalPERS de criação do Comitê de Acionistas.

BARNARD, Jayne W. *Institutional Investors and the new Corporate Governance in North Carolina Law Review*, nº 69, 1991, pgs. 1135-1187.

<sup>200</sup> GILSON, Ronald J. KRAAKMAN, Reinier H. *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors in Stanford Law Review*, vol. 43, nº 4, 1991, p. 872.

<sup>201</sup> “The function of the [advisors] committee would be limited to providing non-binding, advisory counsel to the company’s board.”

MCCONVILL, James. BAGARIC, Mirko. *Towards Mandatory Shareholder Committees in Australian Companies in Melbourne University Law Review*, vol. 28, 2004, p. 148.

<sup>202</sup> GILSON e KRAAKMAN previram antecipadamente o insucesso do Comitê de Acionistas:

“the advisory committee is likely to prove an ineffective tool for reform. Its only real virtue is that corporate management might be expected to perceive it as an appealingly ‘moderate’ measure: It is, in fact, so moderate that it would merely formalize existing management-shareholder exchanges in many companies. Moreover, precisely because the advisory structure proposes what amounts to a ‘shadow board’, while not contesting the composition of the ‘real board’, it is doomed to failure. Such a shadow board would suffer all of the structural shortcomings that critics have identified in actual boards of directors, while exercising none of an actual board’s power. If boards of directors today meet too infrequently and have too little information to monitor management effectively except during occasional crises, an advisory committee would presumably meet even less frequently and receive even less information from management. Similarly, if the outside directors of public corporations, who are largely senior executives of other public corporations, lack the time for real monitoring, shareholder representatives assigned to numerous portfolio companies presumably would lack not only the time but also the expertise of the executive outsiders.”

GILSON, Ronald J. KRAAKMAN, Reinier H. *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors in Stanford Law Review*, vol. 43, nº 4, 1991, p. 872.

<sup>203</sup> Essa classificação é encontrada no trabalho de FALEYE, que, por sua vez, faz menção à sua utilização em outros trabalhos.

FALEYE, Olubunmi. HOITASH, Rani. HOITASH, Udi. *Advisory Directors*, 2011, p. 7.

Disponível em:

<http://ssrn.com/abstract=1866166>



Comitês de Assessoramento é inexistente ou mais branda, em comparação aos critérios costumeiramente estabelecidos para os Comitês de Monitoramento<sup>204</sup>.

Também por isso esse tipo de Comitê de Assessoramento não recebe destaque nos debates sobre as recomendações de governança corporativa e nas normas atinentes ao assunto (por vezes, não são sequer mencionados). Há exceções, obviamente, como é o caso dos Comitês de Risco, que têm sido exigidos para algumas instituições financeiras mais recentemente<sup>205</sup>.

Por fim, é importante consignar que, eventualmente, os Comitês podem exercer funções mistas, de monitoramento e assessoramento. KLEIN dá o exemplo dos Comitês de Finanças, que, além de participarem com uma visão estratégica, que assessoram a administração, acabam, por vezes, exercendo funções de monitoramento das companhias, com a avaliação do seu desempenho e da política de distribuição de dividendos<sup>206</sup>.

## ii. Efeitos da convergência específica na adoção dos Comitês

A questão da convergência volta à tona no assunto específico dos Comitês, que, originalmente, não foram concebidos como uma solução dos problemas de todo e qualquer tipo de companhia – ao contrário, são mais um exemplo de ferramenta anglo-saxônica de governança corporativa.

Mais precisamente, é correto dizer que o próprio Reino Unido – que teve papel de vanguarda ao influenciar companhias de vários países da Europa a adotarem os Comitês<sup>207</sup> – importou o modelo de Comitê dos Estados Unidos. Essa convergência é atribuída ao aumento na participação de investidores institucionais norte-americanos nas

---

<sup>204</sup> Um bom exemplo disso é o *Dodd-Frank Act*. Enquanto estabelece criteriosamente parâmetros de independência para os Comitês de Remuneração (*Section 952*), essa mesma lei não expõe critérios de independência dos membros do Comitê de Risco, exigido em instituições financeiras. A lei apenas possibilita que o *board of governors*, órgão deliberativo do *Federal Reserve System*, estabeleça, conforme entenda apropriado, parâmetros para a inclusão de membros independentes no Comitê de Risco.

<sup>205</sup> Ver notas 62, 63 e 86.

<sup>206</sup> KLEIN, April. *Firm Performance and Board Committee Structure* in *Journal of Law and Economics*, volume 41, nº 1, 1998, p. 278.

<sup>207</sup> Ver item sobre o “Reino Unido”, pgs. 24 e ss.

companhias do Reino Unido<sup>208-209</sup>, verificada a partir dos anos 90, contemporaneamente à edição do *Cadbury Code*.

Dessa forma, as disposições mais recentes dos códigos de governança corporativa do Reino Unido, que cuidam dos Comitês de Monitoramento, compostos por membros independentes da administração da companhia, espelham a prática de governança corporativa que já estava consolidada nos Estados Unidos<sup>210</sup>. Isso, entretanto, não trouxe questionamentos relevantes, já que os Comitês foram projetados para a solução de problemas encontrados em companhias de capital disperso, que também se fazem presentes no Reino Unido<sup>211</sup>.

Ocorre que, seja por influência dos Estados Unidos ou do Reino Unido, muitos países<sup>212</sup> cederam às pressões da convergência e transplantaram o conceito de Comitês, o que se verifica mesmo em sistemas com características bastante distintas daqueles dois países<sup>213</sup>.

---

<sup>208</sup> “We also find signs that the internationalization of capital markets is leading to convergence in institutional investor behavior between the United States and the United Kingdom - and perhaps more generally. For example (...) British institutions, having observed the prevalence of audit committees and the dominance of outside directors on American boards, are pressing for similar changes in British firms.” COFFEE, John C. BLACK, Bernard S. *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*, cit., p. 2084.

<sup>209</sup> Ver nota 137 e texto relacionado.

<sup>210</sup> “In some areas of corporate governance — for example, the introduction of audit committees — the US gave a lead which was later followed in the UK.”

*Evolution or revolution? Changes in Britain’s boards of directors from 1960 to 2010*. Spencer Stuart, 2011. Disponível em:

[http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/EvoRevo\\_rgbD.pdf](http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/EvoRevo_rgbD.pdf).

<sup>211</sup> Sobre as semelhanças e diferenças entre as companhias do Reino Unido e Estados Unidos, v.:

COFFEE, John C. BLACK, Bernard S. *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*, cit.

<sup>212</sup> Ver item “Outros Países”, pgs. 29 e ss.

<sup>213</sup> “The trend towards convergence (...) can be seen with regard to the independence of supervisory bodies, of non-executive directors. In the United Kingdom, corresponding measures have already been implemented in the amendment of the Combined Code. In the USA, the Sarbanes-Oxley Act requires that the audit committee be composed exclusively of independent board members. And in Japan, the legal conditions applying to this have also been recently amended. Under the reform of the commercial code, which entered into effect in April 2003, major stock corporations can select a one-tier board system, with various board committees having to be formed within the board of directors. These committees must be comprised of a majority of outside directors. The aim is to secure and strengthen the independence of the audit, nomination and compensation committees. This trend bears a striking resemblance to German moves towards strengthening committee work within the supervisory board, and clearly illustrates the convergence of corporate governance systems.”

CROMME, Gerhard. *Corporate Governance in Germany and the German Corporate Governance Code in Corporate Governance: An International Review*, volume 13, n° 3, 2005, pgs. 363 e 364.

### 1. Principais críticas à convergência na adoção dos Comitês de Monitoramento

Um exemplo de crítica severa à indiscriminada adoção de Comitês consiste no fato de que os sistemas dualistas de administração<sup>214-215</sup>, prevalentes nas companhias de diversos países, já preveem um órgão que tem a função de monitorar os administradores (normalmente, Conselho de Supervisão ou de Administração<sup>216</sup>). Haveria, assim, uma aparente incoerência na implantação de Comitês nos sistemas dualistas, pois esses órgãos teriam sido criados com o objetivo de resolver problemas do sistema monista, em que a diretoria atua livre de um órgão responsável pela sua fiscalização<sup>217</sup>.

Outra crítica residiria na observação de que as companhias que contam com a presença de um acionista controlador não costumam enfrentar, de maneira relevante, o

<sup>214</sup> MARTINS avoca a doutrina de Vincenzo Allegri para chamar o sistema monista de “sistema tradicional da administração”. Explica que a lei alemã mudou os padrões tradicionais ao prever a divisão entre o “Conselho de Direção” (*Vorstand*), com funções de gestão e representação da sociedade, bem como o “Conselho de Administração” (*Aufsichsrat*), a quem cabia supervisionar os negócios sociais, com poderes para nomear os membros do “Conselho de Direção”. A orientação alemã teria sido seguida por outros países, como Áustria, Holanda e França – e, posteriormente, Brasil. MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, pgs. 268 a 270.

<sup>215</sup> No mesmo sentido, CORREIA faz os seguintes esclarecimentos sobre a adoção do Conselho de Administração – ou órgão assemelhado – em uma diversidade de sistemas jurídicos: “Com maior ou menor estabilidade, para um controle meramente contábilístico e legalidade ou também de conveniência, como competência delimitada de modo rigoroso ou flexível, trata-se sempre de órgãos situados entre a assembleia geral e a direção ou directório (*Vorstand*), com o fim comum de controlar a direção – o que a assembleia geral, por ter muitos membros, não pode fazer eficazmente.

Historicamente, surgem raízes diversas. Nas companhias coloniais, os grandes accionistas tinham uma influência considerável junto dos administradores. Inicialmente funcionavam como assembleia geral; quando os pequenos accionistas passaram a participar na assembleia geral, os grandes accionistas mantêm a sua influência numa espécie de comissão de accionistas ou conselho de administração (*Verwaltungsrat*), que controla permanentemente a direcção (*Vorstand*) e a autoriza a praticar certos atos.”

CORREIA, Luís Brito. *Os Administradores de Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina, 1993. p. 111 e 112.

<sup>216</sup> COLLIER, após notar a ampla adoção dos Comitês de Auditoria na Europa, tanto em países em que predomina o sistema monista quando naqueles em que prevalece o sistema dualista, conclui que: “consistent with the literature on the convergence of European corporate governance systems, at an operational level there is limited consistency in the recommended structure and role of audit committees”.

COLLIER, Paul and ZAMAN, Mahbub. *Convergence in European Corporate Governance: the audit committee concept in Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, 2005, pgs. 759 a 760.

<sup>217</sup> “The real deficiency in the extension of the audit committee to most european firms is that the audit committee was designed to monitor management, which is the essential monitoring problem under common law systems of dispersed ownership. (...)

The bottom line is that U.S. policy towards foreign issuers seeking to cross-list into the United States is now entirely unrationalized, with the most incompatible provisions of U.S. corporate governance for the foreign issuer (e.g., the independent audit committee) having been made mandatory (...).”

COFFEE, John C. Jr. *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*. cit., pgs. 1826 e 1827.

conflito de interesses entre os acionistas e os administradores. Nesses casos, o conflito de interesses mais pulsante é aquele existente na relação entre acionista controlador e os demais acionistas não-controladores, relação esta que não foi considerada, originalmente, na criação dos Comitês com função de monitoramento (como os Comitês de Auditoria, de Remuneração e Nomeação)<sup>218</sup>.

## 2. Adoção dos Comitês e o combate ao conflito de interesses

As críticas mencionadas, isoladamente, não significam que os Comitês não possam servir como boas ferramentas para as companhias de sistemas distintos do anglo-saxão. É preciso reconhecer que algumas funções previstas para os Comitês, no seu formato original, podem também contribuir para alinhar as companhias a algumas recomendações já padronizadas de boas práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, ressaltam-se as atribuições dos Comitês que objetivam trazer mais transparência aos acionistas e ao mercado, como é o caso, por exemplo, da divulgação de melhores informações contábeis, exigida dos Comitês de Auditoria.

Com efeito, quando se fala em boa governança corporativa, é universal a preocupação com a transparência<sup>219-220</sup>. Dessa forma, ao menos quando se pensa que os

<sup>218</sup> VAFEAS e THEODOROU consideram que o monitoramento natural exercido pelo acionista controlador faz questionar não só necessidade de se estabelecerem Comitês de monitoramento, mas, inclusive, a eventual necessidade de qualquer outro órgão que tenha por função a fiscalização da administração executiva da companhia, como é o caso do Conselho de Administração:

“The choice of governance structure for each firm should be endogenous and designed to economize on agency costs. For example, when the managers of a firm own a large percentage of the firm’s equity, they have largely the same interests as the remaining shareholders. In such a firm, the need to have a board of directors that monitors management closely is lower. (...) This suggests that imposing the same governance structure on all firms with inevitably different needs will, in some cases, lead to monitoring that is redundant and costly.”

VAFEAS, Nikos. THEODOROU, Elena. *The relationship between board structure and firm performance in the UK in The British Accounting Review*, volume 30, issue 4, 1998, p. 403.

<sup>219</sup> O relatório da OECD trata dos eventos ocorridos em lugares distintos, que colocaram em evidência a necessidade do aprimoramento na divulgação das informações contábeis (função para a qual se encaixa perfeitamente o Comitê de Auditoria, independentemente da distribuição do capital da companhia):

“Especially in the United States, but also in some other countries such as Australia, France, the Netherlands and Germany, recent problems have cast doubt on the accuracy of financial information being given to boards and released to the markets as financial statements. Questions have therefore been raised about the integrity of the financial markets. Criticism has focused on internal and external audit procedures, accountancy standards and the potential for conflict of interest on the part of both auditors and of financial analysts who are employed by financial conglomerates.”

Comitês de Monitoramento têm a função de contribuir para maior transparência dos atos dos administradores e da situação econômica da companhia, é possível extrair vantagens na adoção desses órgãos nos mais variados tipos de companhias<sup>221</sup>.

Sobre o assunto, COFFE observa que o *cross-listing*, ao exigir das companhias fora dos Estados Unidos a criação de Comitês de Auditoria e de outras regras que visam a transparência, seria capaz de reduzir os conflitos de agência específico das companhias que tenham acionistas controladores<sup>222</sup>.

A exigência de membros independentes, outrossim, como mandamento frequente nas previsões sobre a composição dos Comitês de Monitoramento, é algo que visa à redução de diferentes conflitos de agência. Nesse caso, entretanto, é preciso atentar-se ao foco da independência. Para que os Comitês exerçam a função de monitorar os eventuais conflitos intrínsecos às companhias que contam com a presença de acionista controlador, a independência dos membros dos Comitês deve abranger, obviamente, a

*Corporate Governance: A Survey of OECD Countries*, cit., p. 34.

<sup>220</sup> A presidente da SEC, Mary L. Schapiro, reforçou a importância da transparência de informações em discurso sobre recente regra do órgão, que trata, entre outras coisas, dos Comitês de Nomeação e Remuneração:

“Good corporate governance is a system in which those who manage a company — that is, officers and directors — are effectively held accountable for their decisions and performance. But accountability is impossible without transparency. (...) By adopting these rules, we will improve the disclosure around risk, compensation, and corporate governance, thereby increasing accountability and directly benefiting investors.”

Disponível em:

<http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-268.htm>.

<sup>221</sup> FOX trata dos diferentes requisitos de transparência encontrados no Reino Unido, Alemanha e Japão, e conclui que a governança corporativa traria consigo, necessariamente, requerimentos de transparência das informações das companhias:

“disclosure can play an important role in corporate governance. It assists shareholders in effectively exercising their voting franchise and enforcing management’s fiduciary duties. It has positive effects on four of the economy’s key mechanisms for controlling corporate management – the market of corporate control, share-price-based managerial compensation, the cost of capital, and monitoring by external sources of finance. In so doing, it improves the selection of proposed new investment projects in the economy and the operation of existing facilities. Finally it also probably improves managerial performance simply by forcing managers to become more aware of reality”.

FOX, Merritt B. *Required Disclosure and Corporate Governance in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*. New York: Oxford, p. 717.

<sup>222</sup> “Thus, precisely in those contexts where the large blockholder in Europe or Asia has the greatest discretion to act to its own advantage (and to the minority’s disadvantage), the application of U.S. securities law (or some ‘harmonized’ model largely based on it) would instead impose transparency and significantly constrain opportunism by controlling shareholders”.

COFFEE, John C. *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, cit., p. 24.

relação destes com aquele acionista (ou com o grupo de acionistas que exerçam o poder de controle)<sup>223</sup>.

Essa conclusão talvez seja mais facilmente alcançada sob essa perspectiva: como um dos objetivos da governança corporativa é a redução dos conflitos de agência e a proteção dos direitos dos acionistas, os Comitês, para auxiliar na obtenção dessa meta, devem ser compostos por profissionais que, em tese, sejam isentos de conflitos e visem à proteção dos acionistas.

No caso das companhias de capital disperso, a solução já foi posta: os Comitês têm que agir com independência em relação aos administradores, os quais, com a concentração de poderes em suas mãos, tendem a expropriar os acionistas<sup>224</sup>.

Em havendo controle concentrado, a maioria dos acionistas corre o risco de sofrer abusos dos acionistas controladores e dos administradores, conjuntamente<sup>225</sup>. Portanto, para que os Comitês possam contribuir para a redução desse tipo de conflito, os seus membros devem ser independentes tanto com relação à administração, quanto com relação aos acionistas controladores.

Nesse sentido, COLLIER, ao avaliar a independência exigida dos membros dos Comitês de Auditoria em 20 países da Europa, diz ser digno de nota o disposto no código de governança corporativa da Bélgica, segundo o qual os membros dos Comitês de

---

<sup>223</sup> O relatório da OECD aponta exatamente esse problema:

“The authorities have given priority to improving the operation of boards, which it is widely considered have not adequately performed their oversight role. The most dominant theme has been to increase the number of ‘independent’ board members and in several countries there has also been concern to improve their quality by both training and by the use of more systematic recruitment. Independence is, however, not always clearly defined and may not result in boards ‘capable of independent judgment’ unless accompanied by other changes such as to the nomination and election system. Board members independent of management are regarded as important for roles where the board might have a conflict of interest such as in the determination of executive and members remuneration, nomination and audit. But in a number of member countries, independence from a major shareholder is an equally important issue.”

*Corporate Governance: A Survey of OECD Countries*, cit., p. 12.

<sup>224</sup> Isso não significa que o problema da independência dos membros dos Comitês, nas companhias de capital disperso, seja fácil de ser resolvido, em termos práticos:

“Not all non-inside directors are outsiders. Many are affiliates, suggesting that none of these committees achieve the absolute independence from management as prescribed by the NYSE and the FDIC and recommended by the ALI or Business Roundtable.”

KLEIN, April. *Firm Performance and Board Committee Structure* in *Journal of Law and Economics*, volume 41, nº 1, 1998, p. 284.

<sup>225</sup> “Instead, the need tinder a system of concentrated ownership is for an organ that can monitor the controlling shareholders. To the extent that the controlling shareholders elect half of the supervisory board, such directors are hardly independent of them.”

COFFEE, John C. Jr. *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*. cit., p. 1826.

Auditoria devem ser: “independent of executive management and of dominant shareholders and free from any business or other relation which could interfere with their independent judgement apart from their remuneration and shareholding in the company”<sup>226-227</sup>.

Nessa linha de raciocínio, GILSON procura dar uma solução mais simples para o amplo debate sobre independência, ao afirmar que: “the focus on outside directors is correctly placed, but the key, we have argued, is not the independence of directors from management but their dependence on shareholders.”<sup>228</sup>

É possível extrair uma gradação na relação de independência dos membros dos Comitês, com relação aos eventuais acionistas controladores. Num extremo, a independência dos controladores significa a dependência com relação aos não-controladores. No meio termo, a independência ocorre dos dois lados. Por fim, há os casos em que a independência não existe, pois persiste alguma relação com o controlador:

*Grau de independência, em relação ao acionista controlador:*

representantes dos não-controladores	>	independentes dos controladores	>	relacionados com controladores
---	---	------------------------------------	---	-----------------------------------

Não é simples responder qual é o melhor grau de independência a ser necessariamente adotado para cada tipo de Comitê. Muito menos quando estes órgãos são transplantados para diferentes sistemas<sup>229</sup>.

<sup>226</sup> COLLIER, Paul and ZAMAN, Mahbub. *Convergence in European Corporate Governance: the audit committee concept in Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, 2005, pgs. 759 a 760.

<sup>227</sup> Em sentido diametralmente oposto, ver nota 229 a seguir, e texto relacionado.

<sup>228</sup> No caso, o autor se referia às tentativas dos investidores institucionais de reduzir os potenciais conflitos de interesses nas companhias, com a alteração na composição dos órgãos da administração. Conforme o autor, não basta que o monitoramento – inclusive via Comitês – seja feito por alguém que não mantenha relacionamento com o polo que possua interesses potencialmente divergentes da massa de acionistas. Esses membros independentes devem ter o real comprometimento com os acionistas e com a companhia.

Dessa forma, a solução proposta pelo autor seria a seguinte:

“Elect to the boards of portfolio companies a core of professional directors who have the skills, time, and incentive to monitor management performance on behalf of shareholders (...). The desirability of such a position-together with the ability of institutional investors to remove a director-would be sufficient to create the market for outside directors”.

GILSON, Ronald J. KRAAKMAN, Reinier H. *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, Stanford Law Review, vol. 43, nº 4, 1991, p. 905.

<sup>229</sup> HOFSTETTER, demonstrando atenção à questão da independência nas companhias em que se verifica o controle concentrado, sugere a participação ativa do acionista controlador nos Comitês de Auditoria. A sua justificativa é no sentido de que a função do órgão é aprimorar os controles internos das companhias.

A verdade é que o debate sobre a independência, *per se*, é muito complexo e, em muitos pontos relevantes, oferece posições doutrinárias bastante contraditórias<sup>230-231-232</sup>.

De qualquer modo, é possível afirmar, com segurança, que a averiguação da independência dos membros dos Comitês é o indicador mais sensível para se descobrir se o órgão terá, ou não, o propósito específico de enfrentar as diferentes espécies de conflitos de agência<sup>233</sup>.

### 3. Adoção dos Comitês e o foco no desempenho das companhias

Ao se deixar de lado a complexa função de mitigação de conflitos, a convergência na adoção de Comitês segue outra vertente, explicada por fatores vinculados à maior competitividade enfrentada no mundo corporativo nos últimos anos, com a

---

Já em demais tipos de Comitês, em que o conflito de interesses seja mais pujante, a participação do controlador não é bem-vinda:

“Assuming that the audit committee’s function is the monitoring of major risks-including financial disclosure and the relationship with the outside auditor-the case for oversight by independent directors becomes stronger, the more the controlling shareholder is himself managing such risks. Still, given the fact that the controlling shareholder has the most to lose if these risks materialize, his credentials to actively participate in the board’s audit committee remain intact. Accordingly, in a company controlled by its founder, the participation of the controlling shareholder in the audit committee could be justified on the grounds of his strong shareholder orientation and competence.

However, transactions and risk areas involving potential conflicts of interest between the controlling shareholder and the company would consequently have to be monitored by independents.”

HOFSTETTER, Karl. *One size does not fit all: Corporate Governance for ‘Controlled Companies’* in *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, nº 31, 2005, p. 630.

<sup>230</sup> Para um debate aprofundado sobre o tema da independência, v.

BRUDNEY, Victor. *The Independent Director: Heavenly City or Potemkin Village?* in *Harvard Law Review* volume 95, nº 3, pgs. 597 a 659, 1982.

<sup>231</sup> GILSON, Ronald J. KRAAKMAN, Reinier H. *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, cit.

<sup>232</sup> No relatório da OECD, reconhece-se que a questão da independência, no âmbito da administração das companhias, é um grande desafio para a governança corporativa, em diversos países:

“(…) although the problems concerning transparency might be clear and readily accepted, it is still an open question about whether they are in fact simply symptoms of more fundamental governance issues.

At a deeper level, experience in both the US and Australia (and perhaps now in France and Switzerland), and echoing the 1990s experience in other countries such as the UK and Germany, appears to point toward the lack of “independence of mind” on the part of some directors who often appear to have gone along with management.”

*Corporate Governance: A Survey of OECD Countries*, cit., p. 34.

<sup>233</sup> Muito embora, como já mencionado, outras atribuições, como aquelas voltadas para a melhoria da transparência das informações, possam, indiretamente, contribuir para a redução de conflitos diversos.



globalização. Nesse aspecto, os já mencionados Comitês de Assessoramento, sem sombra de dúvidas, podem servir como importante ferramenta para que as companhias vençam os desafios desse novo cenário.

A constituição de Comitês compostos por membros que demonstrem alta capacitação técnica em determinados assuntos é algo considerado imprescindível para algumas companhias, conforme os ditames modernos da governança corporativa. Exemplo disso é o Comitê de Risco, cada vez mais exigido em instituições financeiras em diversos países, por ser considerado fundamental para a manutenção de uma constante e técnica avaliação do risco a que estão expostas, em face das complexas operações que realizam<sup>234</sup>.

Por essa razão, em regra, os Comitês de Assessoramento podem cumprir as suas funções em diferentes tipos de companhias, independentemente do tipo de conflito predominante. Até porque a sua função principal não é a redução de conflitos<sup>235</sup>. Isso talvez justifique a falta de menção a esse tipo de Comitê nos tópicos das discussões de convergência (ao contrário do que ocorre com os Comitês com função de monitoramento).

Alguns estudos, aliás, indicam que esse tipo de Comitê de Assessoramento traz melhores resultados quando formado por grupos da própria administração da companhia (*insiders*), não sendo recomendada, nesses casos, a presença de membros independentes<sup>236</sup> – recomendação esta que, como visto, não costuma subsistir.

As preocupações concernentes aos órgãos dessa natureza, com função de assessoramento, costumam estar relacionadas, tão somente, à medição dos custos e benefícios que a sua implantação pode acarretar. É preciso verificar, nesses casos, se o

<sup>234</sup> Ver notas 62, 63 e 86.

<sup>235</sup> É verdade que, como já mencionado, os Comitês de Assessoramento podem eventualmente contribuir para reduzir eventuais conflitos de interesses. Isso pode ocorrer de maneira indireta, com a divulgação de relatórios que deem mais transparência para os atos da gestão da companhia. Como visto, a redução da assimetria informacional é uma forma universal de se combaterem os diferentes tipos de conflito de agência. Mas essa, frise-se, não costuma ser a principal função dos Comitês de Assessoramento, e sim dos Comitês de Monitoramento.

<sup>236</sup> KLEIN explica as vantagens dos *insiders* para esse tipo de Comitê:

“boards need specialized, expert-provided information about the firm’s activities to evaluate and ratify the firm’s long-term strategies. But, the attainment of this knowledge requires both time and firm-specific expertise on the part of the director, two things that inside directors have but outside directors lack.”

E, após alguns testes, conclui que:

“inside directors can be valuable board members if properly used. Positive cross-sectional associations are found between the percentage of insiders on board finance and investment committees and firm performance metrics. The market explicitly acknowledges this phenomenon by rewarding firms whose boards significantly increase their percentages of insiders on either committee.”

KLEIN, April. *Firm Performance and Board Committee Structure in Journal of Law and Economics*, volume 41, nº 1, 1998.

assessoramento poderá ajudar no desempenho da companhia e se será adequado à sua estrutura e objetivos.

Já com relação aos Comitês de Monitoramento, não há evidências que demonstrem o liame entre as suas atividades e o desempenho das companhias<sup>237-238</sup>. Na verdade, esse tipo de Comitê, na primeira fase de implantação, costuma gerar só mais gastos. Os eventuais benefícios para a companhia serão observados por vias indiretas, com a melhora da sua imagem perante investidores e credores, redução do custo de capital ou, até mesmo, com a eventual valorização das suas ações no mercado.

Mas, como mencionado, a principal força motivadora da criação dos Comitês de Monitoramento não é exatamente o desempenho da companhia. Lembre-se, novamente, que as principais medidas que tornaram esses tipos de Comitês obrigatórios, ao redor do mundo, foram respostas a escândalos corporativos, os quais pressionaram autoridades a impor a adoção de certos mecanismos de governança corporativa, com o objetivo de evitar futuras fraudes e quebras de companhias<sup>239</sup>.

Mesmo assim, isso não significa que devam ser ignorados os custos relacionados à adoção dos Comitês de Monitoramento. Vale dizer, a busca pelas melhores práticas de governança corporativa deve, sempre que possível, atentar ao equilíbrio entre os custos de agência e os custos de monitoramento<sup>240</sup>.

---

<sup>237</sup> “Ultimately, these board monitoring characteristics are expected to lead to higher corporate performance. Contrary to expectations, the results reveal an insignificant relationship between the percentage of non-executive directors, leadership structure, board ownership and committee composition to firm performance.” VAFEAS, Nikos. THEODOROU, Elena. *The relationship between board structure and firm performance in the UK in The British Accounting Review*, volume 30, issue 4, 1998, p. 384.

<sup>238</sup> “it was found that audit committee structure had no effect on performance but there was a weak relationship between committee director quality and performance.”

WEIR, Charlie. LAING, David. MCKNIGHT, Phillip J. *Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies* in *Journal of Business Finance & Accounting*, nº 29, (5)&(6), 2002, p. 606.

<sup>239</sup> COLLIER procura entender a real razão da ampla disseminação dos Comitês de Auditoria, nos moldes norte-americanos, no Reino Unido, apesar da falta de indicativos que demonstrassem a relação da existência desses órgãos com o bom desempenho das companhias. O autor conclui que, além da generalizada influência dos Estados Unidos nas práticas de governança corporativa, os graves colapsos corporativos recentes deram força às pressões para que as companhias procurassem formas alternativas de estruturas de organização – o que direcionou as atenções para os órgãos com função de monitoramento.

COLLIER, Paul. *The rise of the audit committee in UK quoted companies: a curious phenomenon?* in *Accounting, Business & Financial History*. Volume 6, issue 2, 1996.

<sup>240</sup> “We would expect to see internal mechanisms of corporate governance develop within companies where (1) agency costs are high but (2) direct monitoring by shareholders is also costly. These internal procedures may range from the appointment to the board of one or more non-executive directors; the setting up of remuneration and audit committees within the board; the generation of internal codes of practice relating to

#### 4. As duas vias na convergência na adoção dos Comitês

Um aspecto curioso no debate da convergência específico para os Comitês vai além da observação do seu transplante em sistemas fora do eixo Estados Unidos e Reino Unido. Parte da doutrina cuidou de observar que, em termos funcionais, os Comitês denotariam indícios de uma espécie de convergência dos sistemas monistas de administração, predominantes nos Estados Unidos e no Reino Unido<sup>241</sup>, para os sistemas dualistas, que proclamam a existência de órgão com a função de monitorar a administração<sup>242-243-244-245</sup>.

---

the conduct of directors; and the use of internal reporting procedures aimed at ensuring that the board as a whole is kept properly informed of corporate activities.”

DEAKIN, Simon. HUGHES, Alan. *Directors' Duties: Empirical Findings - Report to the Law Commissions*. University of Cambridge, 1999. p.8.

Disponível em:

[http://www.justice.gov.uk/lawcommission/docs/lc261\\_Company\\_Directors\\_ESRC\\_Research.pdf](http://www.justice.gov.uk/lawcommission/docs/lc261_Company_Directors_ESRC_Research.pdf).

<sup>241</sup> DAVIES observa que a prevalência do sistema monista no Reino Unido não é fruto de requerimento legal, mas sim uma opção das companhias na prática.

DAVIES, Paul L. *Principles of Modern Company Law*, 8<sup>th</sup> edition, Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 400.

<sup>242</sup> “US and UK board structures have changed in the direction of European style two-Tier boards in which the functions of decision management and decision control are separated. The use of subcommittees composed of outsiders (non-managers) for remuneration, auditing, nomination and other issues introduces elements of a two-tier system.”

THOMSEN, Steen. *Convergence goes both ways: An alternative perspective on the convergence of corporate governance systems*, cit., p. 8.

<sup>243</sup> Essa visão de convergência teria sido inclusive reconhecida no *Company Law Review*, de novembro de 2000, no Reino Unido:

“Some interesting evidence of functional convergence can be found, as the Company Law Review noted, in the *de facto* emergence of two-tier structures in the UK. As the legally required board has moved more in the direction of monitoring, there is evidence that in some companies managerial functions have been hived off to an informal board consisting only of executives of the company. This practice is even more advanced in the United States, where boards often have a clear majority of independent NEDs [*non-executive directors*]. The Company Law Review comments that ‘the practice of delegating day to day management and major operational questions to a ‘management board’ is becoming increasingly common in this country.’ And it adds: ‘It is, of course, perfectly legal and gives many of the advantages of the two-tier board.’”

Contudo, DAVIES, ao analisar as peculiaridades específicas dos sistemas alemão e inglês, entende ser limitada essa visão de convergência, principalmente em razão da manutenção das estruturas formais existentes em ambos os sistemas.

Em termos práticos, o autor pressupõe haver vantagens para o sistema monista com a adoção dos Comitês e a maior participação de membros não executivos no *board*, em razão da combinação, num mesmo órgão, das funções de monitoramento e planejamento estratégico. O monitoramento, nesse caso, seria realizado de maneira mais eficaz, enquanto que no sistema alemão, em que há a divisão dessas funções, o monitoramento continuaria ineficiente.

DAVIES, Paul. *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* cit.

<sup>244</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governança das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina, 2010. p. 38.

<sup>245</sup> QUICK, Reiner. TURLEY, Stuart. WILLEKENS, Marleen. *Auditing, trust and governance: regulation in Europe*. London: Taylor & Francis, 2008, p. 115.

Com isso, os Comitês, juntamente com as constantes exigências de maior participação de membros independentes, renovam a antiga discussão<sup>246</sup> sobre as vantagens e desvantagens de cada um dos dois principais sistemas de administração da companhia, monista e dualista. O relatório da OECD, ao avaliar as recomendações de governança corporativa de vários países, afirma que esse debate mantém-se aberto<sup>247</sup>.

Nesse sentido, reconhece-se que o órgão de supervisão dos sistemas dualistas, no seu formato primitivo, nem sempre exerce bem as suas funções. Por exemplo, o sistema vigente na Alemanha, onde se originou o conceito do *supervisory board* (*Aufsichtsrat*) e, por isso, é considerado paradigma do sistema dualista<sup>248</sup>, é alvo de constantes críticas<sup>249</sup>, conforme observa HOPT:

“The ‘modern’ observation that the supervisory board does not live up to its control function and, indeed, that it does not act only and may be not even primarily in the interest of dispersed shareholders is, historically speaking, a truism.”<sup>250</sup>

Em resposta direta a essas críticas, a minuta de elaboração do código de governança corporativa alemão, após reconhecer as forças para a convergência entre os

---

<sup>246</sup> HOPT lembra a discussão ocorrida em 1870, quando foi instaurado o *supervisory law debate* (*Aufsichtsratsfrage*).

HOPT, Klays J. *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*. cit., p. 229.

<sup>247</sup> *Corporate Governance: A Survey of OECD Countries*, cit., p. 88.

<sup>248</sup> HOPT explica que o sistema alemão, de um lado, e o norte-americano inglês, de outro, são sempre tomados como parâmetros para discutir a dicotomia entre os sistemas monista e dualista. Na Europa, é possível encontrar os dois sistemas aplicados e, inclusive, alguns países em que as companhias podem optar pelo sistema preferido, como na França e Bélgica.

HOPT, Klays J. *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation in The American of Society of Comparative Law*, volume 59, issue 1, 2011, p. 228.

<sup>249</sup> COFFE cita ROE para comentar as conhecidas críticas ao *supervisory board* alemão: “the board is not a serious monitoring mechanism inside the firm”.

COFFE, John C. Jr. *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, cit., p. 1825.

<sup>250</sup> HOPT, Klays J. *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation in The American of Society of Comparative Law*, volume 59, issue 1, 2011, p. 230.

dois sistemas (monista e dualista), fez a recomendação para que as companhias aumentassem o uso de Comitês<sup>251-252</sup>.

Mas é interessante notar que, conforme o código de governança corporativa vigente para a Alemanha, os Comitês não substituem o *Aufsichtsrat* e não têm o objetivo primário de exercer funções de monitoramento. O objetivo dos Comitês é assessorar, conforme fica claro na previsão do código: “the Supervisory Board shall form committees with sufficient expertise (...) to increase the efficiency of the Supervisory Board’s work and the handling of complex issues”<sup>253</sup>.

Outra prova dessa adaptação na importação dos Comitês na Alemanha extrai-se da minuta do seu código de governança corporativa, de 2001, em que o problema dos conflitos de interesses foi tratado exclusivamente com enfoque na transparência (sem menção à independência dos membros em relação aos acionistas controladores, por exemplo)<sup>254</sup>. E, no código de governança vigente, não há menção à independência dos Comitês com relação aos acionistas controladores – eles são tratados como técnicos, somente<sup>255</sup>.

Toda essa adaptação, no sistema alemão, é decorrência de restrição legal, que impede que os Comitês exerçam funções de monitoramento de competência do Conselho de Supervisão<sup>256</sup>.

---

<sup>251</sup> CROMME, Gerhard. *Publication of the draft German Corporate Governance Code*, 2001, Düsseldorf.

Disponível em:

[http://www.corporate-governance-code.de/eng/download/RedeDrCromme\\_e.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/eng/download/RedeDrCromme_e.pdf)

<sup>252</sup> HOPT, em 1998, já tinha a perspectiva de que a adoção de Comitês na Alemanha era apenas uma questão de tempo, tendo em vista as críticas ao sistema então vigente e as forças para a padronização das práticas de governança corporativa.

HOPT, Klays J. *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*. cit., p. 242.

<sup>253</sup> Disponível em:

[http://www.corporate-governance-code.de/eng/download/kodex\\_2010/German-Corporate-Governance-Code-2010.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/eng/download/kodex_2010/German-Corporate-Governance-Code-2010.pdf).

<sup>254</sup> Disponível em:

<http://www.corporate-governance-code.de/eng/news/rede-crommes.html>.

<sup>255</sup> Disponível em:

[http://www.corporate-governance-code.de/eng/download/kodex\\_2010/German-Corporate-Governance-Code-2010.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/eng/download/kodex_2010/German-Corporate-Governance-Code-2010.pdf)

<sup>256</sup> “the delegation of decisions to single board members or committees in general is prohibited (plenary reservation according to § 107, 3 AktG). Hence, German audit committees may only take over preparatory work prior to board decisions or communication duties such as audit fee negotiations. This means that the scope of tasks for audit committees in the US is larger than in Germany”

QUICK, Reiner. TURLEY, Stuart. WILLEKENS, Marleen. *Auditing, trust and governance: regulation in Europe*, cit., p. 115.

Isso exemplifica diferentes soluções para a adaptação dos Comitês em vários países. Enquanto na Bélgica, por exemplo, essa adaptação teve por objetivo estender a independência dos membros dos Comitês à relação com os controladores<sup>257</sup>, na Alemanha a função de monitoramento foi reduzida sensivelmente, inclusive com relação aos administradores das companhias.

Essas adaptações, que numa primeira vista podem parecer pontuais, afetam os objetivos dos Comitês quando importados para sistemas distintos do anglo-saxão: deixam-se de lado as funções de monitoramento e redução dos principais conflitos de interesses, para dar-se mais valor às tarefas de assessoramento técnico, focando-se o desempenho e os controles internos.

Isso, em princípio, não seria razão para invalidar os Comitês, pois, como já mencionado, as funções de assessoramento cumprem o seu papel no ambiente corporativo moderno, em que as companhias buscam mais eficiência e profissionalismo na gestão<sup>258-259</sup>.

Essa adaptação muitas vezes é feita para que companhias obtenham um selo de qualidade de governança corporativa<sup>260</sup>. Ademais, a obtenção desse selo de qualidade pode ser forçosa para algumas companhias, como ocorre nos casos em que há necessidade de se atender às regras de listagem das bolsas. Nesse ponto, ao avaliar a exigência do *Sarbanes-Oxley Act* para que as companhias estrangeiras listadas nas bolsas norte-americanas criassem Comitês de Auditoria, COFFE conclui que:

<sup>257</sup> Ver nota 226 e texto relacionado.

<sup>258</sup> KÖHLER procura, em análise empírica, justificar a presença dos Comitês de Auditoria na Alemanha sob o ponto de vista da eficiência desses órgãos, haja vista as reconhecidas limitações legais para que exerçam a função de monitoramento:

“Audit committees in Germany differ from the U.S. model. Due to a legal restriction on the delegation of tasks to individual Supervisory Board members, German audit committees must be seen not only from the perspective of monitoring effectiveness, but also from the point of view of efficiency. Therefore, not only agency theory, but also organisational rationales, contribute to an understanding of the introduction of audit committees to the German corporate governance system.”

KÖHLER, Annette G. *Audit Committees in Germany – Theoretical Reasoning and Empirical Evidence in Schmalenbach Business Review*, vol. 57, 2005, p. 224.

<sup>259</sup> No mesmo sentido:

“Unlike in the US, German audit committees do not constitute the monitoring institution within corporate governance, but rather strengthen monitoring efficiency by bundling resources and enhancing a division of labor within the supervisory board.”

QUICK, Reiner. TURLEY, Stuart. WILLEKENS, Marleen. *Auditing, trust and governance: regulation in Europe*. cit., p. 115

<sup>260</sup> Ver nota 143 e texto relacionado.

“What will be the response of foreign issuers to the Sarbanes-Oxley Act? Some could delist, but it is a far more difficult decision to delist (and thereby abandon existing shareholders) than to decline to list in the first place. Yet, for those firms hoping to raise equity financing, make U.S. acquisitions, or bond their promise to make credible disclosures, this may not be an attractive option, as the need to satisfy these priorities may require them to adapt the audit committee, incongruent as it is, to their own very different governance system.”<sup>261</sup>

Além disso, como já se viu, não só interesses privados motivam a convergência para a adoção de ferramentas modernas de governança corporativa. Algumas recomendações generalizadas dos Comitês pelas autoridades locais e em normas de autorregulação podem indicar movimentos atentos à competitividade regulatória, que atinge os mercados internacionais<sup>262-263</sup>.

O fato é que as adaptações na importação dos Comitês têm o condão de modificar a força desses órgãos como instrumentos de governança corporativa, em especial no que tange à função de combater os conflitos de interesses que sombreiam a administração das companhias<sup>264</sup>.

Juridicamente, esse discernimento dos objetivos a que se presta o Comitê pode afetar a interpretação do padrão de conduta (*standard*) esperado dos seus membros e dos administradores que se utilizam dos seus trabalhos, como corolário lógico para a avaliação dos seus deveres e responsabilidades.

---

<sup>261</sup> COFFEE, John C. Jr. *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, cit., p. 1826.

<sup>262</sup> Ver nota 145 e texto relacionado.

<sup>263</sup> Collier, após questionar a ampla criação dos Comitês de Auditoria, em sistemas distintos, propõe o debate para a seguinte conclusão:

“the adoption of the concept [Comitê de Auditoria] has symbolic value – regardless of its efficacy it signals that regulatory and professional bodies (issuing the national codes) have addressed concerns about weaknesses in governance”

COLLIER, Paul. ZAMAN, Mahbub. *Convergence in European Corporate Governance: the audit committee concept in Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, 2005, p. 764.

<sup>264</sup> Ver nota 229 e texto relacionado.

#### d. Conclusões gerais sobre a convergência na adoção dos Comitês

Como mencionado no início desse capítulo, a governança corporativa é uma expressão relativamente nova, mas que alude a debates remotos sobre alguns problemas que regem as atividades das companhias<sup>265</sup>. Debates estes que movimentam e intrigam várias áreas das ciências sociais.

Os Comitês, por insertos nestes debates, configuram mais uma criação, mais um mecanismo de governança corporativa, que tem por objetivo tratar das ineficiências reconhecidas em diferentes sistemas<sup>266</sup>. Ineficiências estas que ficaram ainda mais expostas nos últimos anos, quando a competitividade global foi acirrada.

Soma-se a isso, como se não bastasse, uma série de escândalos corporativos, que reverberaram e afligiram entes públicos e privados dos principais mercados globais.

Foi quando os Comitês ganharam notoriedade internacional. Não faltam recomendações para que esses órgãos sejam criados nas companhias. Até porque, como visto, eles são um dos itens do pacote de medidas sugeridas para se evitar a ocorrência de fraudes corporativas e, de quebra, melhorar o desempenho das companhias que os adotem.

No modelo em que foi criada, nos Estados Unidos, a tríade mais conhecida de Comitês (Auditoria, Remuneração e Nomeação) visa a atacar, especificamente, problemas com os diretores das companhias<sup>267</sup>, típicos dos sistemas monistas e de capital disperso (grosso modo, presentes em países de *common law*). O monitoramento dos administradores, portanto, é a meta desses órgãos.

No modelo original, espera-se que os membros dos Comitês contribuam para dar mais transparência para o mercado e os acionistas das companhias em que trabalham. Além disso, preza-se pela independência dos seus membros, em relação à

---

<sup>265</sup> Ver nota 106 e texto relacionado.

<sup>266</sup> “At the level of function, however, the British board and the German supervisory board may have been close to convergence at that time: both were rather ineffective monitors in practice. Today, after the corporate governance reforms in the UK convergence at the formal level has emerged, since both the British board and the German supervisory board are committed by the relevant rules to monitoring the management of the company.”

DAVIES, Paul. *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* cit., p. 23.

<sup>267</sup> Ver nota 194 e texto relacionado.



administração, justamente para evitar que os Comitês também sejam contaminados pelo conflito típico presente naquelas companhias.

Quando, contudo, há o transplante para outros sistemas (dualistas, com concentração de capital etc.), a situação não é mais a mesma. Órgãos de supervisão da administração e/ou acionistas controladores costumam cuidar do monitoramento dos administradores. Nesses casos, portanto, o conflito de interesses mais prevalente não é aquele entre administradores e a base acionária, mas entre acionistas controladores e não-controladores<sup>268</sup>.

Assim, as adaptações podem, muitas vezes, modificar os objetivos principais dos Comitês. Notadamente, os requisitos de independência dos seus membros demonstrarão se o Comitê terá o propósito de: (i) auxiliar no monitoramento dos administradores; (ii) auxiliar no combate ao conflito existente entre controlador e não-controladores.

Em alguns outros casos, opta-se por abandonar as funções de monitoramento, para transformar os Comitês em órgãos de mero assessoramento. Mesmo assim, como visto, tal função ainda poderá ser útil para combater, indiretamente, os conflitos presentes na companhia. Para tanto, é imprescindível que o Comitê contribua efetivamente com a transparência (ainda que com informações restritas ao tema de especialização do órgão).

De fato, conforme os mandamentos da boa governança corporativa, a transparência é, sempre, uma forma de reduzir os conflitos nas companhias, já que permite que toda a base acionária, bem como o mercado em geral conheçam um pouco melhor a realidade das companhias.

Essas adaptações vão variar conforme as peculiaridades das companhias e as características do sistema em que estão instaladas. Nada mais natural.

Deve-se alertar, porém, que exemplos notáveis de escândalos corporativos ocorreram em companhias que, formalmente, adotavam modelos de governança

---

<sup>268</sup> Não que não se verifique o conflito de agência clássico, entre administradores e demais acionistas, nas companhias com capital disperso. Apenas ele não é o mais evidente, haja vista o maior controle que incide sobre os administradores.

considerados adequados ou até mesmo superiores aos exigidos pelas autoridades reguladoras<sup>269</sup>.

Ou seja, a própria experiência internacional indica que os Comitês, quando mal implantados, não são eficazes para elevar e aprimorar os padrões de governança corporativa das companhias e combater as diferentes situações de conflitos de interesses.

Em suma, para compreender se a adaptação dos Comitês atenderá o propósito de reduzir os problemas de interesses presentes nas companhias, é necessário atentar ao binômio independência e transparência. Conforme a ênfase que se dê para cada um desses elementos, será possível averiguar os objetivos de monitoramento dos Comitês (ainda que indiretos).

Caso, contudo, nenhum desses dois elementos se faça relevante, restará apenas a vocação técnica dos Comitês. Nesse caso, ainda que essa função técnica seja louvável, ela não permite, isoladamente, que os Comitês sejam encarados como um mecanismo de monitoramento e de mitigação de conflitos.

Essa distinção é fundamental, para que não se corra o risco de serem geradas expectativas incorretas sobre a atuação desses órgãos nas companhias.

---

<sup>269</sup> Mais uma vez, as lembranças emblemáticas (e traumáticas) do caso Enron ilustram a ideia de que a mera formalidade na adoção de padrões elevados de governança – com a implantação de Comitês, por exemplo – pode gerar efeitos perversos para o mercado, ao invés de impressões positivas. Isso porque, na ocasião de eventuais problemas com a companhia, duvidar-se-á das próprias medidas de governança, as quais, se tivessem sido correta e materialmente aplicadas, teriam o condão de evitar ou mitigar aqueles mesmos problemas:

“The Enron audit committee, the committee universally acknowledged as playing the central role in monitoring, ‘had a model charter and was chaired by a former accounting professor who had served as the dean of the Stanford Graduate School of Business’. Even the more impressive was the fact that investigators found that all the members of audit committee save one had extensive familiarity with complex accounting principles. Two members of the committee, Professor Jaedicke and Lord Wakeham, had formal accounting training and professional experience in accounting.

(...)

Consistent with the best corporate governance practices as mentioned above, the members of the audit committee, the compensation committee, and the nominating committee all were made up of outside directors unaffiliated with management. Indeed, one of the great ironies of the myriad new corporate governance rules passed by courts, legislatures, administrative agencies, and stock exchanges in response to the collapse of Enron is that Enron itself met or exceeded the higher standards ostensibly promulgated to prevent future ‘Enrons’. Oddly, if Enron survived to this day, it would not have to change its corporate governance structure at all to conform the requirements of the Sarbanes-Oxley Act”

MACEY, Jonathan R. *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*. Princeton: Princeton University Press, 2010, p. 81.

## CAPÍTULO IV – COMITÊS NO BRASIL

As companhias brasileiras, conforme se demonstrará em detalhes a seguir, não fogem do movimento mundial que foi demonstrado nos capítulos anteriores e, paulatinamente, estão adotando os Comitês nas suas estruturas.

Porém, antes de se estudarem as consequências da implantação dos Comitês no Brasil, é preciso ressaltar que o modelo de propriedade acionária verificado na maioria das companhias brasileiras é predominantemente de controle concentrado<sup>270</sup>. E as consequências desse controle são bastante marcantes na administração das companhias nacionais (como ocorre com a forte relação mantida entre os administradores e o controlador, por exemplo<sup>271</sup>). Em razão disso, as vantagens e desvantagens relacionadas à presença de controlador definido, mencionadas anteriormente, podem ser replicadas em boa parte das companhias abertas nacionais.

Não obstante, é possível identificar, ao longo dos últimos anos, a presença de algumas companhias com capital disperso no Brasil<sup>272</sup>. E ainda que esse tipo de modelo

---

<sup>270</sup> Sobre o assunto, v.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado* in *Direito Societário, Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 125.

<sup>271</sup> “The boards of most Brazilian private firms are comprised entirely or almost entirely of insiders or representatives of the controlling family or group. Many firms have zero independent directors. At the same time, minority shareholder have legal rights to representation on the boards of many firms, and this representation is reasonably common.”

BLACK, Bernard S. CARVALHO, Antonio Gledson de. GORGA, Érica, *An Overview of Brazilian Corporate Governance in Cornell Law Faculty Publications*. Paper nº 101, 2008, p. 40.

<sup>272</sup> GORGA, ao estudar o aparecimento de companhias brasileiras com capital disperso, vislumbra a possibilidade de mais companhias com essa mesma estrutura:

“Brazil traditionally had capital markets that could not sufficiently finance corporations because of high discounts applied to security prices. Brazilian firms were characterized by strong ownership concentration and weak corporate governance. Family tycoons typically retained ownership of voting shares, and extracted very high private benefits from control of the corporations. Boards were composed entirely or —almost entirely of insiders or representatives of the controlling family or group.

New developments in Brazilian capital markets seem to challenge the traditional model. Firms have been looking for equity financing in the market. The number of listed companies in the São Paulo Stock Exchange (Bovespa) has risen. Firms are adhering to higher standards of corporate governance through migration to Bovespa’s special listing segments. The number of Initial Public Offerings (IPOs) has increased tremendously. The stock market has seen the first attempt of a hostile takeover in thirty years. Companies have been selling control in the market, and anti-takeover defenses are being incorporated into companies’ bylaws. In addition to these company-related developments, Bovespa recently merged with the Brazilian Exchange for Future Contracts and Commodities (BM&F) and became the world’s third largest stock exchange.

This phenomenon has received significant attention from the media. Several articles have pointed out that the Brazilian capital market is experiencing unprecedented momentum. They have specially focused on the so-

seja incipiente no cenário societário nacional, ele não pode ser ignorado, já que, nesses casos, os Comitês, no seu formato original, poderão cumprir um papel muito mais próximo daquele para o qual foram projetados.

Como, contudo, a dispersão acionária ainda é a exceção, este capítulo padronizará a referência às companhias nacionais considerando a regra geral, que é a do controle definido (a não ser que se diga o contrário).

#### **a. Do Conselho Consultivo aos Comitês**

Quando se avalia a história da estrutura organizativa das sociedades brasileiras, encontra-se vasta discussão doutrinária no passado acerca da mudança do sistema monista para o sistema dualista de administração das sociedades anônimas.

O sistema monista era previsto no então vigente Decreto-Lei 2.627/1940, em seu artigo 116<sup>273</sup>. Na época, o Conselho de Administração era tido, por alguns doutrinadores, como despiciendo para a administração da companhia. É assim que discorre Trajano VALVERDE, em conhecida passagem:

“O nosso sistema é, fora de toda dúvida e sobre todos os pontos de vista, superior ao sistema administrativo das sociedades anônimas estrangeiras, cujos Conselhos de Administração, compostos de dezenas de pessoas que não trabalham, na maioria incompetentes, mas que recebem grandes porcentagens sobre os lucros sociais, constituem, na

---

called trend towards dispersed ownership. According to these commentators, Brazil is finally experiencing a transition in ownership patterns. Some even hypothesize that ownership diffusion may result in Brazilian managerial control becoming more like its U.S. counterpart.”

GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries* in *Forthcoming Northwestern Journal of International Law & Business*, 2009, pgs. 444 a 445.

<sup>273</sup> “Art. 116. A sociedade anônima ou companhia será administrada por um ou mais diretores, acionistas ou não, residentes no país, escolhidos pela assembléia geral, que poderá destituí-los a todo tempo.”

opinião hoje generalizada, o cancro das sociedades anônimas”.<sup>274</sup>

Independente disso, a constituição de Conselhos de Administração era gradualmente adotada pelas companhias, notadamente por instituições bancárias<sup>275</sup>. Tanto que a Lei nº 4.595/64, também chamada de Lei de Reforma do Sistema Financeiro Nacional, prevê, em seu artigo 44, a sujeição dos “membros dos conselhos administrativos”, ao lado dos diretores, às penalidades cabíveis por infração a qualquer de seus dispositivos.

Foi quando, com o advento da Lei nº 6.404/76, previu-se o sistema dualista para as sociedades anônimas brasileiras. A partir de então, a constituição de um Conselho de Administração se tornou obrigatória para as companhias abertas e de capital autorizado, conforme previsão do parágrafo 2º do artigo 138 da mencionada lei<sup>276</sup>.

Com a adoção do sistema dualista no Brasil, o Conselho de Administração passou a responder, em especial, pela orientação global dos negócios empresariais. O Conselho de Administração assumiu funções de fiscalização, orientação e alguns poderes de gestão, sendo o responsável, inclusive, pela eleição e destituição dos membros da diretoria<sup>277</sup>.

<sup>274</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1959, v. 2, p. 302.

<sup>275</sup> Adriano Castelo BRANCO pondera que a Lei nº 4.595/64 reconheceu o fato consumado da existência de um órgão colegiado, nos grandes estabelecimentos bancários, junto à diretoria.

Nesse sentido, cita a seguinte passagem de texto Modesto CARVALHOSA: “Na evolução legislativa brasileira, nota-se que o ideário do Decreto-Lei nº 2.627, de 1940, foi gradativamente se esmaecendo, pois, além de a Lei nº 4.595, de 1964, já se referir explicitamente à figura do Conselho de Administração, o Anteprojeto do Código Civil, de 16 de junho de 1974, adotava o sistema de diretoria coletiva, dispondo também sobre a criação estatutária do Conselho de Administração”.

BRANCO, Adriano Castelo. *O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Universitária, 2007, p. 26.

<sup>276</sup> “Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

§ 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

§ 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração.”

<sup>277</sup> ADAMEK destaca que o Conselho de Administração brasileiro aproxima-se muito mais do Conselho de Supervisão alemão do que do seu homônimo francês, embora reconheça que “não exista perfeita simetria” “nessa matéria”.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 19.

Uma consequência dessa alteração é que o Conselho de Administração absorveu poderes que outrora eram exclusivos da Assembleia<sup>278</sup>.

Com isso, o Conselho de Administração foi inserido diretamente entre a Assembleia e a Diretoria. O “novo” órgão funcionaria como um “tipo de instrumento de controle para servir de ponte entre os acionistas dispersos e o grupo restrito de administradores”<sup>279</sup>.

Nesse ínterim, os Comitês ficaram à margem da vasta discussão doutrinária atinente à estrutura organizativa das companhias, ainda que a sua existência fosse prevista no ordenamento positivo. Com efeito, desde o Decreto-Lei 2.627/1940, em seu artigo 121, parágrafo 2º, já se previa a extensão das responsabilidades atribuídas à diretoria a qualquer órgão criado pelo estatuto, “com funções técnicas ou destinado a orientar ou aconselhar diretores”<sup>280-281</sup>.

Nas poucas passagens sobre o tema, Miranda VALVERDE<sup>282</sup> e Fran MARTINS<sup>283</sup> afirmam que era comum em companhias nacionais de grande porte a criação de órgão geralmente denominado Conselho Consultivo, destinado a assessorar ou aconselhar os administradores, por vezes desempenhando funções técnicas, que requerem conhecimento especializado.

---

<sup>278</sup> Segundo o professor COMPARATO, a competência do Conselho de Administração pode ser designada como um poder político-empresarial. COMPARATO, Fabio Konder. *Aspectos Jurídicos da Macroempresa*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 46.

<sup>279</sup> Ensinamento do professor BULGARELLI, que prossegue no seguinte sentido: “Estes órgãos [Conselhos de Administração], considerados pela doutrina como de *vigilância em sentido estrito*, existem em caráter permanente e atuam em cooperação com os órgãos de direção, participando de algumas funções destes. É indispensável que se aponte que muitas das funções do Conselho foram subtraídas da Assembleia Geral, a qual, se não chegou a ser extinta, remanesceu com poderes restritos; trata-se de fenômeno conhecido como esvaziamento da Assembleia, notando-se claramente a tendência de seu emurchecimento.”

BULGARELLI, Waldírio. *O Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1988, p. 36 a 37.

<sup>280</sup> “Art. 121. Os diretores não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações que contraírem em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão.

§ 1º Respondem, porem, civilmente, pelos prejuízos que causarem, quando procederem:

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

II - com violação da lei ou dos estatutos.

§ 2º Quando os estatutos criarem qualquer órgão com funções técnicas ou destinado a orientar ou aconselhar os diretores, a responsabilidade civil de seus membros apurar-se-á na conformidade das regras deste capítulo”.

<sup>281</sup> Menções a sobre esses órgãos também são verificadas no artigo 87, parágrafo único, “a” e artigo 91, parágrafo 1º, do referido Decreto-Lei 2.627/40.

<sup>282</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. cit., pgs. 311 e 312.

<sup>283</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 416.

Nesse sentido, alguns textos normativos mais recentes ainda se utilizam da expressão “Conselho Consultivo”, para designar os órgãos técnicos e consultivos da Sociedade Anônima. É o caso da previsão do artigo 147, parágrafo 3º, inciso I, da Lei nº 6.404/76, com redação dada pela Lei nº 10.303/01, segundo o qual não pode ser eleito como membro de Conselho de Administração de uma companhia aquele que ocupar cargos “em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos (...)”.

Fato é que não se encontram muito mais informações sobre esses Conselhos Consultivos, especialmente nas companhias de capital aberto<sup>284</sup>. Para se ter uma ideia, ao menos sob a rubrica “Conselho Consultivo”, apenas 4 companhias abertas, das cerca de 70 que compõem o Ibovespa, mantêm previsão estatutária relacionada a esse órgão<sup>285</sup>. E, em todos os casos, as funções previstas para eles são bastante genéricas, tais como “opinar sobre as questões que forem submetidas pelo Conselho de Administração”<sup>286</sup>.

Dessa leitura, nota-se que os Conselhos Consultivos, quando constituídos, não tinham o propósito de equilibrar os conflitos de interesses típicos das companhias brasileiras, entre acionistas controladores e não-controladores. Em termos práticos, não é habitual nem mesmo a divulgação dos trabalhos de assessoramento realizados por esse tipo de órgão.

Talvez pela pouca relevância dos trabalhos dos Conselhos Consultivos então existentes<sup>287</sup>, a previsão sobre os órgãos técnicos e consultivos da sociedade anônima foi

---

<sup>284</sup> As últimas versões do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBDC (que será melhor comentado adiante) preveem a figura do Conselho Consultivo, que é recomendado “sobretudo para sociedades fechadas em desenvolvimento ou com controle familiar e organizações do terceiro setor.” Ainda, aduz-se que o órgão “permite que conselheiros independentes possam contribuir para a organização e que esta viva um processo gradual de melhoria na governança corporativa”. Por fim, caso a companhia tenha “por meta a abertura do capital, é recomendável que o Conselho Consultivo tenha caráter transitório.” *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 3ª edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2004, p. 18.

<sup>285</sup> As companhias são Vanguarda Agro S.A., CIA Brasileira de Distribuição S.A., Klabin S.A. e Cia. Hering. Os dados foram coletados em pesquisa preparada especificamente para o presente trabalho. Mais detalhes no item intitulado “Situação real nos estatutos das companhias abertas”, na página 153.

<sup>286</sup> Exemplo contido no Estatuto Social da Klabin S.A.

<sup>287</sup> Curioso notar que, em busca a decisões no *website* da CVM que tratassem dos “Conselhos Consultivos”, o único resultado relevante trata da suposta inoperância deste órgão em uma companhia.

Trata-se de processo instaurado para averiguar irregularidades na constituição e no funcionamento do Conselho Consultivo do Banco Mercantil. Conforme os levantamentos efetuados pela área técnica da CVM, os membros desse órgão teriam recebido remuneração equivalente a 29% dos dividendos pagos pela companhia, no período entre 2001 e 2002. Contudo, não haveria prova “de que houve qualquer contraprestação de serviços por parte dos conselheiros (...), tendo em vista que não foi formalizada nenhuma deliberação acerca dos negócios sociais do Banco Mercantil”.

mantida com o advento da Lei nº 6.404/76 sem alterações substanciais. Na verdade, o artigo 160 praticamente reproduz o teor da previsão anterior, ao dispor que as normas da seção sobre deveres e responsabilidades dos administradores (artigos 153 a 159) “aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores”<sup>288</sup>.

Porém, considerando-se que os deveres e responsabilidades dos administradores foram alterados, é evidente que tais mudanças surtiram efeitos para os Comitês e seus membros. De fato, as previsões acerca dos deveres dos administradores foram expandidas na Lei nº 6.404/76, de forma que os Comitês, igualmente, passaram a responder por novos deveres, além do dever de diligência, a saber: deveres de lealdade e dever de informar. São modificações que alteraram de maneira reflexa, mas substancial, o direito aplicável aos Comitês e seus membros.

Para CARMO, é relevante o fato de a Lei nº 6.404/76 ter tratado os Comitês em artigo especial e com título próprio (dos “Órgãos Técnicos e Consultivos”). Em obra de 1988, o Autor consignou que os Comitês, na forma que dispõe a legislação de 1976, serviriam, um dia, como uma ferramenta para permitir o controle e desenvolvimento das companhias, na medida em que fossem realizados negócios cada vez mais complexos e especializados:

“O estatuto das sociedades anônimas, lei 6.404/76, no seu artigo 160, abre à companhia a faculdade estatutária de criar órgãos com funções técnicas ou destinadas ao

---

Foi, então, instaurado processo administrativo sancionador, sob as seguintes acusações:

“a) abuso de poder de controle, ao promoverem alteração estatutária que criou o Conselho Consultivo, bem como ao adotarem políticas ou decisões, durante o período em que o Conselho Consultivo esteve em funcionamento, que não visavam ao interesse do banco, dentre as quais se destaca a eleição de pessoas inaptas para exercer tal cargo, mantendo em funcionamento o citado órgão, que funcionava como um mecanismo de distribuição de remuneração a pessoas ligadas ao grupo de controle (art. 117, § 1º, alínea “c”, da Lei 6.404/76);

b) abuso do direito de voto, quando da eleição e da aprovação da remuneração dos membros do Conselho Consultivo, visto que, aparentemente, obtiveram, para si e para outrem, vantagem a que não faziam jus e que resultou em prejuízo para o banco (art. 115 da Lei 6.404/76); e

c) infração ao dever de diligência, quanto aos membros do Conselho Consultivo, já que se beneficiaram, em detrimento do banco, dos valores que lhes foram pagos a título de remuneração, sem a devida contraprestação do serviço para o qual foram eleitos (art. 160 da Lei 6.404/76).”

Até o momento, o processo administrativo ainda não foi julgado pelo Colegiado da CVM.

Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4411-0.HTM> e em <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/resptc.asp?File=Ata%20RJ2009-10254-230310.htm>.

<sup>288</sup> Na íntegra, o artigo dispõe que:

“Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores.”



aconselhamento dos administradores. Implica a disposição legal a constatação de que a lei das sociedades anônimas abrirá, no futuro, um largo campo de atividades criadoras de riquezas. Arma-a, portanto, de recursos para enfrentar as múltiplas eventualidades com que defrontará. De fato, dia a dia, surgem nos grupos da atividade humana grandes e novas organizações. (...)

Competindo ao Conselho de Administração a orientação geral dos negócios da companhia, este, mesmo elegendo uma diretoria plenamente capacitada para o desempenho de suas funções, ainda assim terá asfixiantes problemas a serem permanentemente enfrentados por uma companhia que quer crescer. (...)

A lei acionária, assistindo às pequenas empresas, teve a visão de que as grandes sociedades, envoltas em questões estruturais e científicas complexas, têm problemas específicos e necessitam de suporte técnico e científico, capazes de conduzi-las ao desenvolvimento, prevendo crises, as tendências do mercado e a competição, em todos os campos devastadoras.”<sup>289</sup>

A previsão deste autor estava correta. Após mais de 35 anos da edição da Lei 6.404/76, e por influências externas, aos Comitês estão sendo atribuídas funções de maior relevo dentro das companhias brasileiras.

BULHÕES e LAMY, em trabalho mais recente, ao estudarem o artigo 160 da Lei nº 6.404/76, também reconhecem o advento de “outro tipo de órgão que pode ser

---

<sup>289</sup> O autor prossegue para justificar a equiparação das responsabilidades dos Comitês com aquela prevista para os administradores da companhia:

“Respondendo, então, como de fato respondem, pela atividade empresarial nos seus projetos, conhecendo, melhor que qualquer administrador, os planos e as medidas a serem adotados pela companhia, as pessoas que integram esses órgãos podem tornar-se depositárias do futuro social e, pois, como tais, participar das mesmas responsabilidades dos conselheiros e diretores, os quais assessoram.”

CARMO, Eduardo de Souza. *Relações Jurídicas na Administração da S.A.* Rio de Janeiro: Aide, 1988, p.195 e 196.

criado pelo estatuto”, além do já conhecido “Conselho Consultivo”, a saber, os “Comitês do Conselho de Administração”, “que são usuais nos Estados Unidos como meio para aumentar a eficiência dos *board of directors*”<sup>290</sup>.

Como já mencionado, as companhias brasileiras têm observado as tendências mundiais na criação dos órgãos que compõem as suas estruturas internas, conforme será adiante detalhado.

## **b. IBGC**

Como era de se esperar, as primeiras manifestações no Brasil sobre os Comitês, no formato moderno, advieram da mais relevante organização nacional dedicada à governança corporativa das companhias, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”), fundado em 1995 (então sob a denominação de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração)<sup>291</sup>.

Quase concomitantemente, em 1996, Adrian Cadbury, o presidente da comissão que elaborou o *Cadbury Code*, esteve no Brasil para participar de reuniões sobre o tema governança corporativa.

Resultado disso é que, em 1999, o IBGC lançou o seu primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (“Código do IBGC”), no qual, sob notável influência do *Cadbury Code* e códigos subsequentes vigentes no Reino Unido, sugere, de maneira sucinta, que as companhias formem “comitês de nomeação, de auditoria, de remuneração etc”<sup>292</sup>.

---

<sup>290</sup> LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Estrutura da Companhia* in *Direito das Companhias*, vol. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 804.

<sup>291</sup> Disponível em:

<http://www.ibgc.org.br>.

<sup>292</sup> *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 1ª edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 1999, p. 6.

Na segunda edição do Código do IBGC, de 2001, mantiveram-se as recomendações anteriores, com o acréscimo da recomendação mais incisiva com relação ao Comitê de Auditoria, em particular<sup>293</sup>.

Nas duas primeiras edições dos Códigos do IBGC não havia menção à independência dos membros dos Comitês. Isso se alterou parcialmente na terceira versão do Código, de 2004. Com relação aos Comitês de Auditoria (e não aos demais), incluiu-se a recomendação de que seja “formado por membros do Conselho de Administração preferencialmente independentes. O conselheiro que acumular funções executivas não deve participar deste Comitê”.

Nessa mesma terceira versão do Código do IBGC, esclarece-se que a independência caracteriza-se não só pela ausência de vínculo com os chamados conselheiros internos (com funções executivas na companhia), mas também com o “acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes” e eventuais “organizações relacionadas ao acionista controlador”. Recomenda-se, ademais, que “se um conselheiro identificar pressões ou constrangimentos do acionista controlador para o exercício de suas funções, ele deve assumir uma conduta de independência ao votar ou, se for o caso, renunciar ao cargo.”<sup>294</sup>

Finalmente, a quarta e última versão do Código do IBGC, de 2009, adita às recomendações anteriores a recomendação de que os Comitês de “Recursos Humanos/Remuneração”, juntamente com os Comitês de Auditoria, sejam formados exclusivamente por membros independentes do Conselho, “dada a grande possibilidade de conflitos de interesses”<sup>295</sup>.

Nota-se, com isso, a preocupação do IBGC de que alguns Comitês, como de Auditoria e Remuneração, não exerçam apenas funções de assessoramento, mas para que cumpram, também, o papel de monitoramento dos conflitos de interesses que possam atingir a administração das companhias, seja com relação aos diretores, seja com relação aos acionistas controladores.

---

<sup>293</sup> “Cada empresa deve formar pelo menos o comitê de auditoria.”

*Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2ª edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2001, p. 16.

<sup>294</sup> *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 3ª edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2004, pgs. 21 a 25.

<sup>295</sup> *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4ª edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2009, p. 44.

O IBGC recomenda nos seus códigos, também, a ponderação na criação dos Comitês, conforme “o porte da organização”. A preocupação, nesse caso, está no eventual acúmulo de funções semelhantes, entre órgãos distintos. O órgão recomenda, portanto, que “a existência e o escopo de cada comitê [sejam] reavaliados periodicamente, de forma a assegurar que esses tenham um papel efetivo”<sup>296</sup>.

Chama a atenção, ademais, que todos os Códigos do IBGC fazem questão de frisar que os Comitês estudam os assuntos de sua competência e preparam as propostas ao Conselho de Administração, cabendo somente ao pleno deste último órgão a tomada de decisões.

Por fim, é preciso notar que as recomendações do IBGC não são obrigatórias para nenhuma espécie de companhia nacional. A sua adesão é eminentemente voluntária.

### **c. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**

Em aparente reação aos escândalos corporativos ocorridos no final de 2001 nos Estados Unidos, a CVM, no ano seguinte, publicou cartilha contendo as suas “Recomendações sobre Governança Corporativa”. No documento, a CVM manifestou a intenção de orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. Para tanto, “utilizou-se a experiência de 25 anos de CVM e analisou-se a experiência de diversos países, além de relatórios de pesquisas e códigos de governança nacionais e internacionais”, adaptando-se “alguns conceitos de governança corporativa internacional às características próprias da realidade brasileira, notadamente a predominância de companhias com controle definido”<sup>297</sup>.

Entre diversos fatores, destacam-se recomendações da criação de Comitês especializados diversos, “para analisar certas questões em profundidade, notadamente

---

<sup>296</sup> *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4ª edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2009, p. 44.

<sup>297</sup> Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>.

relacionamento com o auditor e as operações entre partes relacionadas”. Conforme a cartilha, “os Comitês especializados devem ser compostos por alguns membros do conselho de administração para estudar seus assuntos e preparar propostas, as quais deverão ser submetidas à deliberação do conselho de administração”.

Mais adiante, o documento trata especificamente do Comitê de Auditoria, o qual, segundo as recomendações:

- a. deve ser composto por membros do Conselho de Administração, que tenham experiência em finanças;
- b. deve incluir pelo menos um conselheiro que represente os minoritários;
- c. não pode incluir entre os seus membros executivos da companhia que sejam, também, membros do Conselho de Administração;
- d. deve supervisionar o relacionamento com os auditores externos;
- e. deve se reunir regularmente, acompanhado do Conselho Fiscal e dos auditores externos, sem a presença da diretoria, para analisar as demonstrações da companhia;
- f. deve ter liberdade para solicitar reunião individual com diretor ou auditor, quando achar necessário.

Mais uma vez, conforme a cartilha da CVM, conta-se com o Comitê de Auditoria não só para a realização de análises de cunho técnico<sup>298</sup>, com vistas a assessorar o Conselho de Administração, mas também como um mecanismo para equilibrar o conflito de interesses dominante nas companhias brasileiras, de forma que o Comitê conte com um representante dos acionistas minoritários.

---

<sup>298</sup> Recomenda-se que o Conselho de Administração tenha pelo menos dois membros com experiência em finanças.

Nota-se como objetivo inserido na cartilha espera, outrossim, que os Comitês de Auditoria contribuam para a transparência no ambiente corporativo. Tais órgãos devem trabalhar para a “disseminação e discussão detalhada das demonstrações financeiras da companhia por agentes capazes de analisá-las”. O objetivo, conforme a cartilha, será a elaboração de propostas ao conselho de administração de “alterações que se façam necessárias para que [as demonstrações financeiras] reflitam mais adequadamente a situação financeira, econômica e patrimonial da companhia.”

Ainda nesse sentido, conforme a cartilha, a companhia deve divulgar trimestralmente, em conjunto com as demonstrações financeiras, relatório preparado pela administração, com a discussão e análise dos fatores que influenciaram preponderantemente o resultado, indicando os principais fatores de risco a que está sujeita a companhia, internos e externos. Todos esses são trabalhos para os quais o Comitê de Auditoria poderá contribuir de maneira relevante.

#### **d. Resolução CMN nº 3.198/04**

Em maio de 2004, foi publicada a Resolução do Conselho Monetário Nacional (“CMN”) nº 3.198, que exige de certas<sup>299</sup> instituições financeiras e outras instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (Bacen)<sup>300</sup> a constituição de “órgão estatutário denominado comitê de auditoria”.

O “Comitê de Auditoria” exigido pela norma do CMN deve ser composto, no mínimo, por três integrantes, sendo que os critérios de nomeação, destituição,

---

<sup>299</sup> Conforme os incisos I, II e III do artigo 10 da Resolução CMN nº 3.198/04, a obrigatoriedade da constituição de um comitê de auditoria se aplica às instituições que, no encerramento dos dois últimos exercícios sociais, tivessem apresentado: Patrimônio de Referência (PR) igual ou superior a R\$1.000.000.000,00 (um bilhão de reais); administração de recursos de terceiros em montante igual ou superior a R\$1.000.000.000,00 (um bilhão de reais); ou o somatório das captações de depósitos e de administração de recursos de terceiros em montante igual ou superior a R\$5.000.000.000,00 (cinco bilhões de reais).

Ademais, conforme o parágrafo primeiro do artigo 10 referido, “as instituições líderes responsáveis pela elaboração das demonstrações contábeis consolidadas de conglomerados financeiros que se enquadrem nas disposições estabelecidas no *caput* devem constituir comitê de auditoria para cumprimento das atribuições e responsabilidades previstas neste regulamento, relativamente às instituições pertencentes a tais conglomerados que não possuam obrigatoriedade de constituição individual do referido comitê.”

<sup>300</sup> Exceto as sociedades de crédito ao microempreendedor.

remuneração e tempo de mandato devem estar expressos no estatuto ou no contrato social da instituição. Ademais, pelo menos um dos integrantes do Comitê de Auditoria deve possuir comprovados conhecimentos nas áreas de contabilidade e auditoria que o qualifiquem para a função.

Estabelece a Resolução, ainda, pormenorizados requisitos de independência para elegibilidade dos membros do órgão, considerados “condições básicas para o exercício de integrante de Comitê de Auditoria”. O foco nesses requisitos é a independência dos membros do Comitê de Auditoria em relação à diretoria e aos demais funcionários das instituições financeiras em que trabalham, em especial os integrantes da auditoria interna. Adicionalmente, exige-se a independência em relação ao Conselho Fiscal<sup>301</sup>.

Entre as descrições mais relevantes da Resolução CMN nº 3.198/04 estão as atribuições do Comitê de Auditoria, que são abaixo sintetizadas:

- a) estabelecer as regras operacionais para seu próprio funcionamento, as quais devem ser aprovadas pela administração da instituição, formalizadas por escrito e colocadas à disposição dos respectivos acionistas ou cotistas;

---

<sup>301</sup> De acordo com o artigo 13 da Resolução CMN nº 3.198/04, são condições básicas para o exercício de integrante de comitê de auditoria:

“I - nas instituições com ações negociadas em bolsa:

- a) não ser, ou ter sido nos últimos doze meses:
  1. diretor da instituição ou de suas ligadas;
  2. funcionário da instituição ou de suas ligadas;
  3. responsável técnico, diretor, gerente, supervisor ou qualquer outro integrante, com função de gerência, da equipe envolvida nos trabalhos de auditoria na instituição;
  4. membro do conselho fiscal da instituição ou de suas ligadas;
- b) não ser cônjuge, ou parente em linha reta, em linha colateral e por afinidade, até o segundo grau das pessoas referidas na alínea "a", itens 1 e 3;
- c) não receber qualquer outro tipo de remuneração da instituição ou de suas ligadas que não seja aquela relativa à sua função de integrante do comitê de auditoria;

II - nas instituições de capital fechado:

- a) que os integrantes do comitê de auditoria sejam também diretores da instituição, com pelo menos um ano de efetivo exercício no cargo, facultada a participação de, no máximo, mais três integrantes que atendam ao disposto no inciso I e § 1º;
- b) participação obrigatória do diretor referido no art. 5º [que prevê a presença de diretor tecnicamente qualificado para responder, perante o Bacen, pelo acompanhamento, supervisão e cumprimento das normas e procedimentos de contabilidade previstos na regulamentação em vigor]”

§ 1º Nas instituições com ações negociadas em bolsa e cujo controle seja detido pela União, estados ou Distrito Federal, são também condições básicas, além das previstas no inciso I:

- I - não ser ocupante de cargo efetivo licenciado no âmbito dos respectivos governos;
- II - não ser, ou ter sido nos últimos doze meses, ocupante de cargo efetivo ou função no âmbito dos respectivos governos.”

b) recomendar à administração a entidade a ser contratada para prestação dos serviços de auditoria independente, bem como a substituição do prestador desses serviços, caso considere necessário. O Comitê deve avaliar a efetividade dos trabalhos da auditoria independente e da auditoria interna da instituição, no que tange ao cumprimento de dispositivos legais e normativos aplicáveis;

c) revisar as demonstrações contábeis semestrais, inclusive notas explicativas, relatórios da administração e parecer do auditor independente, previamente à publicação desses documentos;

d) avaliar o cumprimento, pela administração, das recomendações feitas pelos auditores independentes ou internos;

e) reunir-se com o conselho fiscal e conselho de administração, para discutir acerca de políticas, práticas e procedimentos, podendo recomendar à diretoria a correção ou aprimoramento dessas mesmas políticas, práticas e procedimentos;

f) reunir-se, no mínimo trimestralmente, com a diretoria, com a auditoria independente e com a auditoria interna para verificar o cumprimento de suas recomendações ou indagações, inclusive no que se refere ao planejamento dos respectivos trabalhos de auditoria, formalizando, em atas, os conteúdos de tais encontros; e

g) estabelecer e divulgar procedimentos para recepção e tratamento de informações acerca de descumprimento de normas, com previsão de procedimentos específicos para proteção do prestador e da confidencialidade da informação.



No mais, a Resolução CMN nº 3.198/04 expõe que, se necessário, o Comitê de Auditoria pode utilizar-se do trabalho de especialistas, o que, entretanto, conforme a regra, não o eximirá “de suas responsabilidades”.

Além disso, a Resolução é rígida ao exigir a transparência dos trabalhos do Comitê de Auditoria. Conforme a regra, semestralmente, o órgão deverá preparar um relatório detalhado de seus trabalhos, contendo, no mínimo, informações sobre: (i) as atividades exercidas no período; (ii) a efetividade dos sistemas de controle interno da instituição; (iii) a descrição das recomendações apresentadas à diretoria, com evidenciação daquelas não acatadas e respectivas justificativas; (iv) a efetividade das auditorias independente e interna, com evidenciação de deficiências detectadas; e (v) a qualidade das demonstrações contábeis, com ênfase na aplicação das práticas contábeis adotadas no Brasil e no cumprimento de normas editadas pelo Bacen. Esse relatório deve ser mantido por cinco anos à disposição do Bacen e publicado, em versão resumida, juntamente com as demonstrações contábeis semestrais da instituição.

Por fim, a Resolução CMN nº 3.198/04 estabelece que o Comitê de Auditoria tem o dever de comunicar formalmente ao Bacen, caso averigüe: (i) a existência de qualquer fraude perpetrada pela administração; (ii) outra fraude considerada relevante, ocasionada por ato de funcionários da instituição ou de terceiros; e (iii) a inobservância de normas legais e regulamentares que resultem em incorreções relevantes nas demonstrações contábeis ou que possam colocar em risco a continuidade da instituição. Todas essas comunicações devem ser realizadas dentro de um prazo máximo de três dias úteis, a contar da identificação das ocorrências.

Assim, depreende-se que as funções do Comitê de Auditoria são voltadas tanto para o assessoramento ao Conselho de Administração, como para o monitoramento, como é o caso da avaliação do cumprimento das recomendações feitas pelos auditores independentes ou internos, bem como o dever de comunicar o Bacen sobre eventuais fraudes perpetradas por administradores ou funcionários. Esse monitoramento é concentrado, no entanto, apenas na administração da instituição financeira.

Em todos os casos, a norma exige do Comitê de Auditoria alta *expertise* em assuntos contábeis e de controles internos. Se for preciso, o órgão deve contratar especialistas externos, não subsistindo espaço para equívocos de cunho técnico.

É possível identificar uma série de semelhanças entre o Comitê de Auditoria previsto na Resolução CMN nº 3.198/04 e aquele do *Sarbanes-Oxley Act*. Nesse sentido, além dos fatores já mencionados, a norma local prevê, à semelhança da lei norte-americana, limitações à remuneração do membro do Comitê de Auditoria e a necessidade de se estabelecer um canal para o recebimento de denúncias (*whistleblower procedures*). Inclusive, sobre o assunto, alguns trabalhos já cuidaram de comparar a regra norte-americana com a norma do CMN<sup>302</sup>.

É preciso consignar também que a Resolução CMN nº 3.198/04, ainda que exigível em seara restrita, gera efeitos no ambiente societário das companhias afetadas, que criarão um órgão com atribuições bem definidas dentro da estrutura da sua administração. Considerando, ainda, que muitas instituições financeiras são companhias de capital aberto, com ações negociadas em bolsa, pode-se esperar que seus acionistas, terceiros interessados e a CVM levem em consideração as atribuições definidas para esses Comitês de Auditoria na avaliação de situações em que hajam atuado (ou deixado de atuar).

#### **e. Instrução CVM nº 509/11**

Ainda dispendo sobre os Comitês de Auditoria, foi recentemente editada a Instrução CVM nº 509/11, de 1º de novembro de 2011, que alterou a Instrução CVM nº 308/99, para acrescentar dispositivos sobre a “rotatividade dos auditores”<sup>303</sup>, bem como a Instrução CVM nº 480/09, no que pertine às demonstrações financeiras, aos formulários de referência e às informações trimestrais.

Em essência, a nova norma concede a possibilidade às companhias de procederem ao rodízio de auditores independentes em prazo maior ao originalmente previsto. Aquelas que constituírem um órgão designado Comitê de Auditoria Estatutário

---

<sup>302</sup> OLIVEIRA, Wolney Resende de. NIYAMA, Jorge Katsumi. OLIVEIRA, Jaido Lima de. *O comitê de auditoria de acordo com a Resolução nº 3.198/04 do Conselho Monetário Nacional: uma avaliação das maiores instituições financeiras a partir do ranking apresentado pelo banco central do Brasil*. Disponível em <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos92009/275.pdf>.

<sup>303</sup> O artigo 31 da Instrução CVM nº 308/99, que permanece inalterado, dispõe que o “Auditor Independente - Pessoa Física e o Auditor Independente - Pessoa Jurídica não podem prestar serviços para um mesmo cliente, por prazo superior a cinco anos consecutivos, contados a partir da data desta Instrução, exigindo-se um intervalo mínimo de três anos para a sua recontração”.

(CAE), nos moldes previstos na Instrução CVM nº 509/11, poderão manter contrato com o auditor independente pelo prazo de até 10 anos – sem o Comitê, o prazo permanece de 5 anos.

Aqui, nota-se que a CVM não impôs os Comitês de Auditoria para todas as companhias abertas. Aliás, nem poderia, pois a Lei nº 6.404/76 já define quais órgãos são obrigatórios para as companhias de capital aberto, reguladas pela CVM (como é o caso do Conselho de Administração, por exemplo). Assim, somente por alteração legislativa é que se poderia obrigar as companhias a constituírem um órgão dessa natureza.

Por outro lado, dada a novidade da norma, ainda não se encontram trabalhos, acadêmicos ou não, que tenham avaliado a nova Instrução da CVM, não sendo possível avaliar o impacto dessa medida nas companhias.

Esse fato, entretanto, não obsta à percepção de que a nova norma consiste em mais uma importante manifestação da CVM de que, no seu entender, os Comitês de Auditoria são órgãos bem-vindos no cenário corporativo nacional, razão pela qual a autarquia incentiva a sua criação nas companhias que regula.

Nesse sentido, no texto do edital de audiência pública que precedeu a citada Instrução nº 509/11, a CVM justifica, num primeiro momento, que a imposição da rotatividade aos auditores é considerada um método eficaz para evitar o comprometimento da qualidade do serviço prestado por esses profissionais após longos períodos<sup>304</sup>. Em contrapartida, “reconhece que a presença de comitê de auditoria nas companhias pode melhorar, substancialmente, a supervisão e o monitoramento dos serviços realizados pelos auditores independentes”, pois “tal órgão, já presente em diversas companhias abertas brasileiras, tem competência, entre outras, para supervisionar as atividades dos auditores externos independentes, mitigando eventuais problemas de independência ou de conflitos nessas atividades”<sup>305</sup>.

---

<sup>304</sup> O texto cita, expressamente, documentos de órgãos internacionais, como o *European Commission Green Paper Audit Policy: Lesson from the Crisis*, assim como os seguintes trabalhos: BRAUNBECK, Guillermo Oscar. *Determinantes da Qualidade das Auditorias Independentes no Brasil*. Tese – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2010.

Relatório preparado por Juliano Assunção e Vinicius Carrasco, do Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, sobre a *Avaliação da Rotatividade dos Auditores Independentes*.

<sup>305</sup> Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/port/audi/edital1011snc.pdf>

Em breve resumo, o Comitê de Auditoria, na forma prevista na norma da CVM, tem atribuições semelhantes às aquelas contidas na norma do CMN. Deve o órgão (i) opinar sobre a contratação e destituição do auditor independente para a elaboração de auditoria externa independente ou para qualquer outro serviço; (ii) supervisionar e avaliar as atividades dos auditores independentes; (iii) monitorar a qualidade e integridade dos mecanismos de controles internos e das demonstrações financeiras da companhia; e (iv) avaliar e monitorar as exposições de risco da companhia.

Algumas formalidades e detalhes sobre o *modus operandi* do CAE também se equiparam à regra do CMN. Por exemplo, em ambos os casos, há exigência para que o órgão (i) esteja previsto no estatuto da companhia, (ii) possua meios para receber denúncias, inclusive sigilosas, internas e externas à companhia, e (iii) possua autonomia operacional e dotação orçamentária, especialmente para a contratação de especialistas externos.

Quanto à composição do órgão, as normas se equiparam ao exigir a presença de um especialista que tenha “reconhecida experiência em assuntos de contabilidade societária” (art. 31-C, §5º)<sup>306</sup>. Entretanto, diferentemente da norma do CMN, a Instrução CVM nº 509/11 determina que ao menos um membro do Conselho de Administração da companhia, que não participe da diretoria, faça parte do Comitê<sup>307</sup>.

Essa imposição parece, a uma primeira vista, desnecessária. Mesmo porque, conforme a norma da CVM, o CAE deve ser “vinculado diretamente ao conselho de administração”, razão pela qual, possuindo ou não um membro do Conselho de Administração, deve o CAE manter contato constante com esse órgão. Apesar disso, ao

---

<sup>306</sup> E, logo a seguir, a norma detalha o que seria essa experiência em contabilidade societária.

“§ 6º Para que se cumpra o requisito de reconhecida experiência em assuntos de contabilidade societária, previsto no § 5º do caput, o membro do CAE deve possuir:

I – conhecimento dos princípios contábeis geralmente aceitos e das demonstrações financeiras;  
II – habilidade para avaliar a aplicação desses princípios em relação às principais estimativas contábeis;  
III – experiência preparando, auditando, analisando ou avaliando demonstrações financeiras que possuam nível de abrangência e complexidade comparáveis aos da companhia;  
IV – formação educacional compatível com os conhecimentos de contabilidade societária necessários às atividades do CAE; e  
V – conhecimento de controles internos e procedimentos de contabilidade societária.”

<sup>307</sup> Na resolução do CMN há apenas disposição referente à regra de remuneração. Conforme o parágrafo 2º do artigo 13 da Resolução CMN nº 3.198/04: “Caso o integrante do comitê de auditoria da instituição seja também membro do conselho de administração da instituição ou de suas ligadas, no caso das instituições com ações negociadas em bolsa, ou da diretoria, no caso das instituições fechadas, fica facultada a opção pela remuneração relativa a um dos cargos.”

que consta<sup>308</sup>, a CVM procurou estreitar forçadamente a relação entre o CAE e o Conselho de Administração, com a presença de um membro em comum nos dois órgãos.

De todo modo, é certo que a norma da CVM prevê uma competência mista para o CAE, já que, em outro trecho, a norma deixa claro que o órgão deve ter “a maioria de membros independentes”, sendo “vedada a participação de diretores da companhia, suas controladas, controladora, coligadas ou sociedades em controle comum, diretas ou indiretas, no CAE”.

Vale ressaltar que esse conceito de independência – bastante semelhante àquele encontrado na regra do CMN – transparece a preocupação de que os membros do CAE (em sua maioria) sejam independentes apenas com relação à diretoria da companhia, e não, necessariamente, com relação aos membros do Conselho de Administração, tampouco em relação aos eventuais acionistas controladores presentes na companhia<sup>309</sup>.

Essa questão da independência foi inclusive debatida pelo IBGC, na audiência pública que precedeu a norma citada. Na ocasião, sugeriu-se a adoção dos critérios presentes nos Códigos do IBGC, que, como visto, preveem a extensão da independência em relação aos eventuais acionistas controladores das companhias. De maneira semelhante, a Associação de Investidores no Mercado de Capitais (“AMEC”) sugeriu que pelo menos uma das vagas do CAE fosse ocupada por representante dos acionistas minoritários, a exemplo do que ocorre nos Conselhos de Administração e Fiscal.

Em resposta a essas opiniões, a área técnica da CVM manifestou-se para afirmar que “no nosso entender, [os requisitos de independência] estão alinhados aos

---

<sup>308</sup> Conforme matéria do jornal Valor Econômico, o então Diretor da CVM Alessandro Broedel Lopes declarou que:

“o vínculo direto com o conselho de administração é estratégico. ‘Em caso de fraude contábil, não terá como o conselho dizer que não sabia de nada.’”

Modelo do comitê brasileiro será diferente do americano. *Valor Econômico*, de 03/08/2011.

<sup>309</sup> O conceito de independência da regra da CVM está no artigo 31-C, parágrafo 2º:

“§ 2º Para que se cumpra o requisito de independência de que trata o inciso II do caput, o membro do CAE:

I – não pode ser, ou ter sido, nos últimos 5 (cinco) anos:

a) diretor ou empregado da companhia, sua controladora, controlada, coligada ou sociedade em controle comum, diretas ou indiretas; ou

b) responsável técnico da equipe envolvida nos trabalhos de auditoria da instituição; e

II – não pode ser cônjuge, parente em linha reta ou linha colateral, até o terceiro grau, e por afinidade, até o segundo grau, das pessoas referidas no inciso I.”

previstos no código do IBGC” e que o CAE “é um comitê de assessoramento do conselho de administração, diferindo das funções do conselho fiscal”<sup>310</sup>.

De fato, a norma da CVM não exclui a possibilidade de as companhias aplicarem os requisitos de independência previstos pelo IBGC para todos os membros do CAE. Mas, como visto, a CVM, nessa norma, adotou posicionamento mais restritivo quanto às funções de monitoramento que previu para os Comitês de Auditoria nas suas “Recomendações sobre Governança Corporativa” em 2001. Nesse sentido, a manifestação da área técnica, em audiência pública, reitera diversas vezes que o CAE é um “comitê de assessoramento”, deixando claro que o órgão não tem a função específica de mitigar conflitos de interesses entre acionistas controladores e não-controladores.

Por fim, importante observar que a Instrução CVM nº 509/11 faz ajustes na Instrução CVM nº 480/09, com vistas a obrigar a divulgação ao mercado e à CVM sobre a instalação do CAE, bem como a divulgação do seu regimento interno e a descrição do currículo e da experiência dos seus membros. Ainda sobre a divulgação de informações, o CAE deve registrar os seus trabalhos por escrito, em atas e relatórios, e, tal como na regra do CMN, deve ser divulgado um relatório resumido das suas atividades anuais. O relatório circunstanciado das atividades do CAE deve ser mantido à disposição da autoridade reguladora.

#### **f. Parecer de Orientação CVM nº 35/08**

Conforme mencionado, desde a emissão da Cartilha de “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, a CVM já havia manifestado a preocupação com as questões que envolvem operações entre partes relacionadas e, conseqüentemente, com as situações de conflito que se verificam nessas operações. Sobre o assunto, a cartilha recomendava, de maneira genérica, que os Conselhos de Administração adotassem um

---

<sup>310</sup>Audiência Pública nº 10/2011 - Relatório de Análise da Superintendência de Normas Contábeis, de 26 de outubro de 2011.

Disponível em:

[www.cvm.gov.br/port/infos/Relatório509.doc](http://www.cvm.gov.br/port/infos/Relatório509.doc)

regimento que dispusesse sobre “comitês especializados” para analisar essas operações “em profundidade”.

Em linhas gerais, o problema nas operações com partes relacionadas nada mais é do que uma especificidade do problema de agência entre acionistas controladores e não-controladores. O Parecer de Orientação CVM nº 35/08 (“Parecer 35”), então, retoma a discussão, para tratar desse conflito de maneira mais incisiva<sup>311</sup>.

Inicialmente, o Parecer 35 aduz ser pacífico na CVM o entendimento de que o acionista controlador pode exercer seu direito de voto nas hipóteses do artigo 264 da Lei nº 6.404/76, que compreendem operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Em outras palavras, nesses casos não se aplicaria o disposto no artigo 115, parágrafo 1º, da mesma lei, que proíbe os acionistas de votarem em situações de conflito de interesses<sup>312</sup>.

Num segundo momento, o Parecer 35 pondera que “a relação de troca das ações pode ser livremente negociada pelos administradores, segundo os critérios que lhes

<sup>311</sup> Sobre o assunto, a CVM, no Parecer, faz uso do disposto na Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76, para explicar que o conflito de interesses é inerente a esse tipo de operação:

“a incorporação de companhia controlada requer normas especiais para a proteção de acionistas minoritários, por isso que não existem, na hipótese, duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia.” Assim sendo, o Parecer conclui ser “considerável, por conseguinte, o risco de que a relação de troca de ações na operação não seja comutativa”.

<sup>312</sup> Sobre o assunto, cabe esclarecer que esse entendimento da CVM, sobre a possibilidade de o controlador votar nas operações previstas no artigo 264 da Lei nº 6.404/76, talvez não possa mais ser considerado “pacífico”, na maneira mencionada no Parecer de Orientação CVM nº 35/08.

Isso por causa do julgamento do caso “Tractebel”, em 2010 (Processo Administrativo RJ nº 2009-13179), que alterou alguns paradigmas no estudo de precedentes da autarquia. Tal julgamento seria capaz de mudar a percepção exposta no Parecer de Orientação CVM nº 35, pois haveria a possibilidade de a CVM, doravante, entender que o controlador estaria impossibilitado de votar nas operações do artigo 264 citado. Essa é, ao menos, a opinião de alguns advogados:

“Os defensores da revisão do Parecer 35 argumentam que o artigo 264 não prevê mais — ou pelo menos não em todos os casos — as tais compensações diferenciadas para o acionista minoritário prejudicado com o voto conflitado do controlador. ‘Não há qualquer particularidade ou tratamento especial ao minoritário que ainda justifique a interpretação de que o controlador pode votar por conta das compensações outorgadas aos minoritários’, defende a advogada Norma Parente, ex-diretora da CVM. Na mesma linha segue Luiz Leonardo Cantidiano, sócio do escritório Motta, Fernandes Rocha. Apesar de entender que o conflito de interesses se verifica posteriormente, ou seja, quando é materializado, o advogado acredita que as posições da CVM no Parecer 35 e no caso Tractebel (companhia da qual é conselheiro) são conflitantes. ‘Não entendo por que num caso pode votar e no outro, não’, questiona. ‘Embora o Parecer 35 trate apenas das operações de incorporação, toda vez que há impedimento formal o mesmo entendimento deveria prevalecer’, considera.” Revista Capital Aberto, *Arma para os Minoritários*, junho de 2011, p. 38.

Feitos esses esclarecimentos, diga-se que, apesar de instigante, o assunto foge um pouco do escopo do presente trabalho. O objetivo, aqui, será apenas demonstrar que Parecer de Orientação CVM nº 35/08 demonstra o entendimento da CVM de que os Comitês devem ser utilizados como mecanismo para mitigar situações de conflito de interesses nas sociedades. Essa conclusão, mesmo com após o referido caso “Tractebel”, não se altera.

pareçam mais adequados.” Assim, para que sejam cumpridos os deveres fiduciários previstos nos artigos 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404/76, os administradores devem zelar para que, nas operações mencionadas, “a relação de troca e demais condições do negócio observem condições estritamente comutativas”.

Destarte, em brevíssimo resumo, a CVM, no Parecer 35, entende que cabe aos administradores das companhias evitar que os negócios relacionados com as operações previstas no artigo 264 da Lei nº 6.404/76 sejam realizados em condições não comutativas, em prejuízo aos minoritários, os quais possuem poderes limitados para aprovar ou rejeitar tais operações. Vale dizer, na medida em que o acionista controlador pode, isoladamente, com o seu voto, decidir o rumo da operação, aos minoritários só cabe confiar na administração, que tem o dever de evitar que o negócio seja prejudicial aos minoritários e à própria companhia como um todo. Em última instância, cabe à administração evitar que a operação favoreça o controlador desproporcionalmente.

Com o objetivo de mitigar esse conflito de interesses, o Parecer 35, após discorrer sobre os procedimentos a serem seguidos pelos administradores nessas operações, recomenda que a “operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito”<sup>313</sup>. Alternativamente, o Parecer 35 sugere a criação de um “Comitê Especial Independente”, para atuar nessas operações entre partes relacionadas.

As atribuições do “Comitê Especial Independente”, recomendado pela CVM, seriam a negociação dos termos das operações e a submissão das suas recomendações ao Conselho de Administração. O Comitê, “na visão da CVM”, proporcionaria “um processo de negociação independente”, a fim de se obter a desejada comutatividade da operação e garantir que os administradores cumprissem os deveres fiduciários previstos em lei.

Para tanto, conforme o Parecer 35, o Comitê Especial Independente deve priorizar a independência de todos os seus membros. A propósito, o Parecer 35 reporta-se à definição de independência prevista no Regulamento do Novo Mercado da então Bolsa de Valores de São Paulo<sup>314</sup>, segundo o qual, entre outras definições, o “Conselheiro

---

<sup>313</sup> Páginas 2 e 3 do Parecer de Orientação CVM nº 35/08.

<sup>314</sup> Conforme o parecer, “a independência dos membros do comitê especial não pode ser determinada de antemão, devendo ser examinada a cada caso. De qualquer modo, a CVM presumirá a independência, salvo



Independente caracteriza-se por: (i) não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital; (ii) não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser, ou não ter sido, nos últimos 3 anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos 3 anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia”<sup>315</sup>.

Ainda sobre a composição, o Parecer 35 propõe três configurações para o Comitê Especial Independente. Na primeira, o Comitê deve ser composto exclusivamente por administradores da companhia, na maioria independentes. Na segunda, o Comitê contará com a participação exclusiva de não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica. E na última, o Comitê terá uma formação mista: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros.

A questão da independência fica relativizada nessa última hipótese. Enquanto nas duas primeiras o Comitê contará com a maioria ou a totalidade de membros independentes, na terceira hipótese abre-se a possibilidade de o Comitê ser formado majoritariamente por pessoas que mantenham algum tipo de vínculo com o acionista controlador. Isso acontecerá se caso o membro eleito pelo Conselho de Administração e aquele escolhido pelo próprio Comitê não se enquadrem nos requisitos de independência.

Nessa, que seria a pior das hipóteses, contar-se-ia apenas com um único membro do Comitê que representasse os acionistas não-controladores, para acompanhar a negociação e, assim, obter instrumentos (informações detalhadas) para questionar as operações, caso estivessem sendo negociadas em termos desiguais, a fim de favorecer

---

demonstração em contrário, de pessoas que atendam à definição de ‘conselheiro independente’ prevista no Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo.”

<sup>315</sup> O Regulamento do “Novo Mercado” contém, ainda, as seguintes previsões, para definir Conselheiros Independentes:

“(iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; (vii) não receber outra remuneração da Companhia além da de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição)”.

Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>, em 17/01/11.

excessivamente o acionista controlador, em detrimento dos demais envolvidos. Em termos práticos, caso a operação fosse aprovada pelos demais membros, o representante dos não-controladores haveria de se manifestar formalmente e lutar sozinho contra a operação.

Ao estudar as disposições do Parecer 35, o professor CALIXTO entende que o documento é um passo relevante para o combate ao conflito de interesses nas companhias brasileiras, “mas ainda excessivamente cauteloso”. Em especial, porque existe “o risco de constituição de comitês ligados ao controlador que legitimem operações contestáveis”. Nessa hipótese, portanto, o Comitê prestar-se-ia a um “cumprimento meramente formal”<sup>316</sup>.

Mas é evidente que, no âmbito da interpretação de um Parecer de Orientação, a formalidade nunca deve prevalecer, e sim a intenção por trás das recomendações. E, quanto a isso, o Parecer 35 deixa muito claro que os Comitês não podem ser formados em qualquer configuração, devendo-se atentar aos diversos interesses envolvidos para que se atinja o equilíbrio e a redução dos potenciais conflitos. Aliás, o próprio Parecer 35 dispõe que a “independência dos membros do comitê especial não pode ser determinada de antemão, devendo ser examinada a cada caso”.

Foi exatamente nesse sentido que decidiu a CVM, no recente julgamento do Processo Administrativo RJ 2009-13179<sup>317</sup>.

Naquele Processo Administrativo, a companhia “Tractebel” afirmou que sua estratégia de desenvolvimento estaria atrelada à aquisição, a terceiros ou ao acionista controlador, de novos empreendimentos, em operação ou em implementação. Como foi suscitada, por um acionista minoritário, a existência de conflito de interesses nessas aquisições, envolvendo a companhia e seu próprio controlador, foi proposta a criação de um “Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas”, nos moldes preconizados pelo Parecer 35, com o objetivo de resolver a questão do potencial conflito de interesses.

A criação desse Comitê, que seria composto exclusivamente por administradores da Tractebel, permitira, de acordo com as alegações da companhia, que o

---

<sup>316</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, cit., p. 121.

<sup>317</sup> Voto disponível em:  
<http://www.cvm.gov.br>.

controlador exercesse o seu direito de voto nas deliberações relativas aos contratos de aquisição de empreendimentos firmados entre ele próprio e a companhia. Nesse caso, não haveria que se discutir eventual violação do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei 6.404/76 – que proíbe o acionista de votar quando “tiver interesse conflitante com o da companhia”.

Ao apreciar o processo, o relator concluiu que o Comitê referido não se prestaria a mitigar o conflito de interesses que gera maior preocupação na situação da Tractebel, que é aquele entre o controlador e o minoritário. A razão disso reside no fato de que o Comitê proposto pela companhia, da maneira como foi apresentado, contaria apenas com a presença de membros da administração da companhia, sem que se assegurasse a participação de acionistas não-controladores<sup>318</sup>. O relator, seguindo essa linha de pensamento, arremata a sua conclusão da seguinte maneira:

“É preciso que as propostas visem, em casos como o presente, à efetiva proteção dos acionistas minoritários, incluindo, por exemplo, a participação ativa destes na negociação das condições dos contratos que gerem as situações de conflito.”

De fato, segundo a experiência internacional, a criação de Comitês contendo membros independentes, em companhias que possuem controle concentrado, é considerada prática efetiva para a proteção das minorias<sup>319-320</sup>. E, para que atinjam os seus objetivos, os

---

<sup>318</sup> Sobre o assunto, o relator cita a seguinte passagem de livro também consultado para este trabalho:

“The principal costs of a board approval requirement are just the inverse of its virtues. Independent directors may not be disinterested trustees that the law contemplates. For the most part, they are selected with the (interested) consent of top executive officers, controlling shareholders, or both. If they are unlikely to intervene to derail fair transactions, they may also be unlikely or unable to object to unfair ones, especially at the margins”

KRAAKMAN, Reiner, et al. *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition, New York: Oxford, 2009, p.162.

<sup>319</sup> A disseminação internacional dos Comitês Especiais Independentes (*special committee of the board of directors*), como solução para os problemas de agência entre acionistas controladores e não-controladores, é fenômeno recente e ficou mais conhecido após litígios travados em *Dellaware*, nos Estados Unidos (ver notas 320, 322 e 323 abaixo). Talvez por isso, esses Comitês não costumam ser citados em códigos de governança corporativa – ao menos não por enquanto.

De qualquer forma, a adoção desses órgãos, ainda que adaptada, já toma dimensões internacionais, com destaque, além do Brasil, para o Japão, que utiliza esse Comitê para discutir aquisições hostis de controle:

Comitês não precisam necessariamente ter a palavra final na operação<sup>321</sup>. Basta que se assegure uma análise independente com relação aos administradores e eventuais controladores.

Se assim for, o trabalho do Comitê Especial Independente poderá servir de prova da atuação escoreita daqueles que tomaram a decisão, em operações com partes relacionadas<sup>322-323</sup>. É o que o Diretor da CVM Otavio Yazbek chamou de “mecanismos assecuratórios da legitimidade do conteúdo da deliberação”, no seu voto para o mesmo caso Tractebel<sup>324</sup>.

---

“[In Japan] the public statement declares that if an acquirer starts an acquisition or takeover bid that would result in the acquirer holding a specified percentage (typically twenty percent) of the target company’s outstanding shares, the target board will establish a special committee to evaluate the bid and consider alternatives. If the committee determines that the acquisition would damage the ‘corporate value of the company or the common interests of shareholders’ (in the typical formulation), it will recommend that the board issue warrants to shareholders other than the bidder.”

ARMOUR, John. JACOBS, Jack B.. MILHAUPT, Curtis J. *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets*, cit., p. 244.

<sup>320</sup> No mesmo sentido:

“As an incentive for independent director approval, Delaware law shifts the burden of proof to the party challenging a transaction with a controlling shareholder when the board vests the task of negotiating the transaction in a committee of substantively independent directors and gives de necessary resources (like access to independent legal and financial advice) to accomplish its task.”

KRAAKMAN, Reiner, et al. *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition, New York: Oxford, 2009, p.164.

<sup>321</sup> Sobre a possibilidade de os Comitês emitirem opiniões vinculativas, no direito brasileiro, ver item “O problema da delegação de poderes e os conflitos de competência”, p. 127.

<sup>322</sup> Nos Estados Unidos, decisões recentes de *Dellaware* têm reforçado essa posição, em situações de conflitos entre acionistas controladores e não-controladores:

“In a number of recent cases, the Court of Chancery has strongly emphasized the importance of the transaction review process (and put a microscope on deficiencies in specific examples): Special committees must be comprised of truly disinterested directors who are properly empowered and advised to fully review and negotiate the transaction, and who must in turn conduct a thorough and independent review of the proposed transaction.”

*Entire Fairness as a Limit On Control Delaware Further Erodes the Business Judgment Rule in Transactions with Controlling Stockholders*.

Disponível em:

[http://www.willkie.com/files/tbl\\_s29Publications%5CFileUpload5686%5C3485%5CEntire-Fairness-As-A-Limit-On-Control.pdf](http://www.willkie.com/files/tbl_s29Publications%5CFileUpload5686%5C3485%5CEntire-Fairness-As-A-Limit-On-Control.pdf)

<sup>323</sup> Nesse aspecto, o voto do Diretor Marcos Pinto reafirma que os Comitês têm servido, nos Estados Unidos, como instrumento de prova na detecção de condutas irregulares e apuração de prejuízos.

Não obstante, consigna que as operações de “incorporações de controladas são normalmente submetidas a duplo controle: ainda que a operação seja negociada por um comitê independente, ela é normalmente condicionada à aprovação da maioria da minoria”.

Voto Diretor Marcos Pinto no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179.

Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br>

<sup>324</sup> Voto Diretor Otavio Yazbek no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179.

Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br>

Assim, os Comitês Especiais Independentes, previstos no Parecer 35, são seguramente uma espécie de Comitê com função de monitoramento, a despeito das também existentes características de assessoramento técnico ao Conselho de Administração. Isso porque, antes de tudo, o objetivo desses órgãos é evitar a prática de atos em conflitos de interesses, com a potencial interferência do acionista controlador nos atos da administração, no decorrer das negociações em operações com partes relacionadas. Por essa mesma razão, a independência na composição do órgão é algo excepcionalmente relevante<sup>325</sup>.

Por derradeiro, não se pode deixar de asseverar que, além da preocupação com a independência dos membros, é imprescindível que o Comitê Especial Independente dê a máxima transparência dos seus trabalhos para toda a massa acionária da companhia em que atua. Esse cuidado, apesar de não estar previsto expressamente no Parecer 35, decorre logicamente dos objetivos traçados para o órgão. Até porque, sem acesso aos trabalhos do Comitê, os acionistas manifestar-se-ão sobre a operação (com o exercício do voto) como se o Comitê nunca tivesse atuado<sup>326</sup>.

Sobre esse ponto específico, deve-se considerar que a própria administração tem o dever de assegurar que os trabalhos do Comitê Especial Independente sejam amplamente divulgados, o que se depreende da inteligência do artigo 3º, da Instrução CVM nº 319/99<sup>327</sup>.

---

<sup>325</sup> Mais recentemente, a CVM demonstrou mais uma vez que irá analisar criteriosamente a independência dos membros de Comitê Especial Independente, como requisito fundamental para que o órgão cumpra a sua função precípua. Isso ocorreu com a interrupção, pela CVM, da incorporação da Inepar Energia pela sua controladora, a Inepar Indústria e Construções (operação esta que seria votada pelos acionistas em assembleia do dia 5 de outubro de 2011). O motivo teria sido justamente a dúvida com relação à independência do Comitê que avaliaria as condições da operação.

Foi, então, formado um novo Comitê, cujos membros não teriam qualquer ligação com o grupo Inepar, para cuidar da avaliação das relações de troca da operação de incorporação.

Finalmente, em 22 de novembro de 2011, com o crivo do novo Comitê Especial Independente, a operação de incorporação foi aprovada pelos acionistas.

Inepar Energia aprova comitê independente para avaliar incorporação. *Valor Econômico*, de 03/11/2011.

Inepar Energia aprova incorporação. *Valor Econômico*, de 22/11/2011.

<sup>326</sup> Ver nota 355 e texto relacionado.

<sup>327</sup> Ao dispor sobre as operações de incorporação, fusão e cisão, o dispositivo citado prevê que:

“O protocolo, a justificativa, bem como os pareceres jurídicos, contábeis, financeiros, laudos, avaliações, demonstrações financeiras, estudos, e quaisquer outras informações ou documentos que tenham sido postos à disposição do controlador ou por ele utilizados no planejamento, avaliação, promoção e execução de operações de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia aberta, deverão ser obrigatoriamente disponibilizados a todos os acionistas desde a data de publicação das condições da operação”.

### **g. Outras normas sobre Comitês**

Recentemente, algumas normas esparsas sobre os Comitês têm recomendado (ou exigido) a presença do órgão para companhias de alguns seguimentos.

É o caso da de norma emitida pelo Conselho Nacional de Seguros Privado (“CNSP”), qual seja, a Resolução CNSP nº 118, de 2004, que impõe a algumas sociedades seguradoras o dever de constituir Comitê de Auditoria, como órgão estatutário. As atribuições do órgão, bem como os requisitos de independência dos seus membros, são deveras semelhantes com aqueles previstos na mencionada Resolução CMN nº 3.198/04<sup>328</sup>.

Além disso, a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União (“CGPAR”), cuidou dos Comitês em uma das suas primeiras manifestações normativas, com a Resolução nº 3, de 31 de dezembro de 2010. Essa norma, após esclarecer o objetivo de aprimorar as práticas de governança corporativa, determina que, “sempre que o número de conselheiros de administração permitir e o custo/benefício for adequado”, sejam criados “Comitês de suporte ao Conselho de Administração, para aprofundamento dos estudos de assuntos estratégicos, de forma a garantir que a decisão a ser tomada pelo Conselho seja tecnicamente bem fundamentada”.

Por fim, no final de 2010, o CMN editou a Resolução nº 3.921/10, que versa sobre a política de remuneração de administradores de instituições financeiras e, entre outras coisas, obriga-as a instituir Comitês de Remuneração<sup>329</sup>.

Esse Comitê de Remuneração deve contar com a presença de pelo menos um membro não administrador, sendo que todos devem ter experiência necessária para o julgamento independente da política de remuneração da instituição, inclusive sobre as repercussões dessa política na gestão de riscos.

---

<sup>328</sup> E da mesma forma que ocorre com algumas instituições financeiras, os trabalhos dos Comitês de Auditoria das seguradoras, ainda que realizados para o cumprimento da norma do CNSP, surtirão, evidentemente, efeitos na esfera societária.

<sup>329</sup> A norma exige o Comitê de Remuneração para as mesmas instituições que são obrigadas a constituir Comitê de Auditoria, na forma da Resolução CMN nº 3.198/04.

Aliás, um dos grandes enfoques da norma está no cuidado que o Comitê de Remuneração deve ter para assegurar o equilíbrio entre a remuneração e a situação financeira da instituição<sup>330</sup>. Espera-se, assim, evitar que salários abusivos sejam causa relevante para eventual situação de instabilidade da instituição.

Além disso, o Comitê de Remuneração deve elaborar e revisar a política de remuneração, supervisionar a sua implantação, bem como propor ao Conselho de Administração o montante da remuneração global dos administradores, a ser submetido à assembleia geral. Deve, outrossim, analisar se a remuneração dos administradores está alinhada com a praticada em empresas congêneres, propondo-se os ajustes necessários<sup>331</sup>.

A norma estabelece que as atividades do Comitê de Remuneração devem ser descritas em relatório circunstanciado, que ficará à disposição do Banco Central por no mínimo 5 anos. Em outras palavras, não se exige a divulgação dos trabalhos do Comitê de Remuneração ao público em geral e, especificamente, aos acionistas das instituições financeiras.

Essa última característica da norma, juntamente com as anteriormente mencionadas, indicam que o seu objetivo não é contribuir, diretamente, para que haja mais transparência aos acionistas das instituições financeiras, com relação à remuneração dos administradores. Tampouco se pretende combater eventuais conflitos entre acionistas e administradores. Não obstante, a contribuição para o aprimoramento da governança corporativa pode ocorrer de maneira indireta, na medida em que o Comitê de Remuneração servirá para evitar o pagamento de salários abusivos, desalinhados com o mercado e com o desempenho das instituições financeiras.

---

<sup>330</sup> Exemplo disso está nos incisos V e VII, do artigo 14, da Resolução CMN nº 3.921/10, que trata das responsabilidades do Comitê de Remuneração:

“V - avaliar cenários futuros, internos e externos, e seus possíveis impactos sobre a política de remuneração de administradores; (...)

VII - zelar para que a política de remuneração de administradores esteja permanentemente compatível com a política de gestão de riscos, com as metas e a situação financeira atual e esperada da instituição e com o disposto nesta resolução.”

<sup>331</sup> Artigo 14, da Resolução CMN nº 3.921/10.

## h. Situação atual nas Companhias Brasileiras

A despeito da escassez de artigos acadêmicos específicos sobre a evolução dos Comitês nas companhias nacionais, algumas entidades privadas e de autorregulação colheram, nos últimos anos, dados que explicam a situação dos Comitês nas companhias abertas brasileiras.

Em 2001, as empresas de consultoria *Korn/Ferry International e McKinsey & Co.* produziram trabalho denominado “Panorama de Governança Corporativa no Brasil”, no qual, após uma série de pesquisas, concluíram que ainda se verificava a ausência de Comitês na estrutura societária de muitas companhias brasileiras, o que seria “um indicador de que ainda existem poucas estruturas formais para facilitar o funcionamento e a tomada de decisões do conselho de administração”<sup>332</sup>.

Em pesquisa realizada pelo IBGC, no ano de 2004, utilizando uma amostra de 343 companhias listadas na Bovespa, verificou-se que 13,8% dessas companhias possuíam algum tipo de Comitê. Em 2005, esse percentual subiu para 19,2%<sup>333</sup>.

Em novembro de 2008, a revista trimestral do IBGC divulgou o resultado do “Fórum de Debates” em que se discutiu especificamente o “Papel dos Comitês do Conselho”. Na ocasião, os palestrantes registraram que “os Comitês de fato são mais recentes, há pouco mais de dois anos”<sup>334</sup>.

Com o advento da Instrução CVM nº 480/09, as companhias ficaram obrigadas a entregar à CVM “Formulários de Referência” (em substituição ao antigo Formulário de Informações Anuais – IAN), documento que consolida uma série de dados sobre companhias abertas, entre os quais (i) a identificação das atribuições de cada órgão e Comitê da companhia; (ii) a data de criação dos Comitês; e (iii) os mecanismos de avaliação de desempenho desses órgãos<sup>335</sup>.

---

<sup>332</sup> Disponível em [http://www.ecgi.org/codes/documents/kf\\_mck\\_governan.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/kf_mck_governan.pdf).

<sup>333</sup> Pesquisa disponibilizada em matéria da Revista Capital Aberto, *Braços do Conselho*, de maio de 2007.

<sup>334</sup> Revista IBGC em Foco, nº 43.

Disponível em <http://www.ibgc.org.br/IbgcFoco.aspx>.

<sup>335</sup> V. Anexo 24 “Conteúdo do Formulário de Referência” da Instrução CVM nº 480/09, item 12.1.

Mais adiante, a Instrução pede, também, informações detalhadas sobre as despesas com a remuneração dos membros dos Comitês das companhias.



Com base exatamente nessas importantes informações, a KPMG, a partir de 2010, publicou estudos intitulados “A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais: Um panorama atual das empresas abertas, com base nos seus Formulários de Referência”.

Na pesquisa de 2010<sup>336</sup>, a KPMG apurou que a prática de Comitês do Conselho de Administração é amplamente disseminada nas grandes empresas emissoras de ADRs. Neste grupo, 78,6% das empresas possuem Comitês.

Após apenas um ano, a pesquisa de 2011 da KPMG apurou que somente uma empresa emissora de ADRs não contava “com nenhum Comitê”<sup>337-338-339</sup>.

Como já mencionado, o *Sarbanes-Oxley Act* surtiu efeitos diretos para as companhias brasileiras emissoras de ADRs, que foram obrigadas a estabelecer um Comitê de Auditoria, ou órgão semelhante, para atender às novas exigências<sup>340</sup>. Era de se esperar, portanto, que essas companhias fossem as primeiras a reestruturar os seus órgãos internos, para se adequar aos padrões exigidos nos Estados Unidos.

Mas, mesmo quando se analisa um espectro maior de companhias, é possível verificar a presença representativa de Comitês, ainda que com números mais modestos:

- Na pesquisa de 2010 da KPMG, apurou-se que 40% das empresas pertencentes a algum dos seguimentos de listagem do Novo Mercado e aos chamados “Níveis 1 e 2” possuíam algum tipo de Comitê;

---

<sup>336</sup> Disponível em:

[http://www.kpmg.com.br/publicacoes/Estudo\\_GC\\_2010\\_Final.pdf](http://www.kpmg.com.br/publicacoes/Estudo_GC_2010_Final.pdf).

<sup>337</sup> Disponível em:

[https://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos\\_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Estudo%20GC.pdf](https://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Estudo%20GC.pdf).

<sup>338</sup> Em breve cálculo, com base nas informações disponibilizadas pela KPMG, isso significa, em termos percentuais, que cerca de 97% das companhias emissoras de ADRs possuem algum Comitê, conforme a pesquisa de 2011.

<sup>339</sup> Conforme a pesquisa de 2011, 52% das empresas emissoras de ADRs informam possuir o Comitê de Auditoria. As 48% restantes atribuem ao Conselho Fiscal as responsabilidades desse Comitê, para atendimento ao *Sarbanes-Oxley Act*.

Aliás, com relação à mencionada companhia emissora de ADR que não constituiu nenhum tipo Comitê, a KPMG informa que tal companhia também atribuiu as funções do Comitê de Auditoria ao seu Conselho Fiscal.

Essa prática é, de fato, muito disseminada no Brasil em razão da lei norte-americana. Algumas considerações sobre essa mistura de funções entre os órgãos serão avaliadas com mais cuidado neste trabalho, posteriormente.

<sup>340</sup> Ver nota 47 e 148 e textos relacionados.

- Na pesquisa de 2011 da KPMG, os números pouco se alteraram: 39% das empresas listadas no Novo Mercado e 43% das empresas dos Níveis 1-2 possuíam algum Comitê.

Além disso, a KPMG aponta que “os comitês de auditoria e de remuneração/recursos humanos são os mais frequentes dentre as empresas que possuem Comitês do Conselho de Administração”. Dos dados disponibilizados, cerca de 35% de todas as companhias pesquisadas possuem Comitê de Auditoria, enquanto aproximadamente 20% possuem Comitê de Remuneração.

Muito embora reconheça que “houve um aumento no percentual de Comitês do Conselho de Administração”, a KPMG entende que os seus levantamentos demonstram um “percentual reduzido de Comitês” nas companhias brasileiras. Isso seria ainda mais flagrante nas companhias do segmento tradicional<sup>341</sup> (que não participam dos segmentos especiais de listagem): na pesquisa de 2010, apurou-se que 28% dessas empresas possuíam algum Comitê; em 2011, esse percentual foi reduzido para 21%<sup>342</sup>.

Ao cabo dos trabalhos, a consultoria não indica qual seria o percentual ideal de Comitês. No entanto, a conclusão de que há poucos Comitês nas companhias nacionais é, provavelmente, resultado da comparação com o percentual obtido em pesquisas realizadas em outras localidades<sup>343</sup> – pesquisas essas que, como visto no Capítulo anterior, indicam que a ausência de Comitês é a exceção para companhias em diversos países.

No entanto, considerando que tais órgãos não são obrigatórios para a maioria das companhias brasileiras, os números apresentados podem ter outro significado, já que, como apontam outros levantamentos, os Comitês eram quase inexistentes nas companhias brasileiras há dez anos, ao menos na forma dos padrões internacionais recentes.

---

<sup>341</sup> Nesse caso, a KPMG considerou as companhias “com as ações mais negociadas na BM&FBovespa no ano”.

<sup>342</sup> Outro dado curioso, colhido pela KPMG, sobre as empresas do seguimento tradicional: “algumas das empresas deste grupo informaram a existência de somente um membro no Comitê de Auditoria”.

<sup>343</sup> Nesse sentido, conforme informação constante das pesquisas da KPMG aqui analisadas, os levantamentos são fruto de trabalho com escopo internacional, comandados pelo seu *Audit Committee Institute – ACI*, que “promove a troca de informações e o desenvolvimento das boas práticas de governança corporativa. É um importante fórum de discussão, que dissemina informações relevantes aos membros de Comitês de Auditoria, de Conselhos Fiscais e de Conselhos de Administração das organizações”.

Afora esses aspectos quantitativos, a KPMG, ao analisar qualitativamente os Comitês, alcança duas conclusões bastante importantes:

- (i) “poucas informações [são] disponibilizadas sobre a estrutura e atuação dos comitês”<sup>344</sup>; e
- (ii) “a composição desses comitês ainda se encontra aquém do usualmente preconizado pelos códigos de governança, de presença exclusiva de conselheiros independentes”<sup>345</sup>.

Dessa análise, é possível constatar que os Comitês, de fato, estão se fazendo mais presentes nas companhias nacionais. Porém, ao menos diante dos dados coletados, infere-se que a instalação desses órgãos ainda está presa ao plano formal, de forma que os fatores de independência e transparência, como fundamentais para tratar o problema dos interesses nas companhias, ainda estão sendo negligenciados pelas companhias.

### **i. Conclusões prévias sobre os Comitês nas Companhias Brasileiras**

Fica fácil atestar o movimento de convergência no Brasil, na adoção dos Comitês. Para isso, bastam os números. Funcionalmente, porém, ainda reside bastante dúvida quanto ao verdadeiro papel desses órgãos nas companhias.

---

<sup>344</sup> Sobre o assunto, a KPMG afirma que:

“A divulgação de informações substanciais sobre os Comitês do Conselho ainda está muito aquém do esperado, em especial nos Comitês de Auditoria e de Remuneração. As empresas, em sua maioria, divulgam apenas cópia de seu Estatuto Social ou pequenos trechos informando a função daqueles Comitês. Grande parte das empresas não divulga algumas informações importantes, tais como: periodicidade das reuniões, principais atividades do Comitê, comunicações com o Conselho de Administração, elaboração de relatórios periódicos, entre outros.”

<sup>345</sup> Na pesquisa de 2011, a KPMG manteve o mesmo alerta, sobre a falta de independência dos membros dos Comitês. Fez, porém, uma ressalva, com relação à pesquisa do ano anterior, na parte em que analisou os Comitês de Auditoria:

“O número de membros independentes não representou mais de 30% do total da composição do Comitê de Auditoria nas empresas listadas no Novo Mercado, nos Níveis 1-2 e no segmento tradicional. A alteração pode ter sido consequência de alguns ajustes nas informações em decorrência de um melhor entendimento sobre o conceito de membro independente.”

Quando a criação é voluntária, nota-se que as companhias não estão se preocupando com as questões de independência e transparência.

Mesmo no caso do Comitê Especial Independente, do Parecer 35, cuja função está direta e expressamente ligada ao combate do conflito de interesses entre o controlador e os demais acionistas, a questão da independência não foi corretamente compreendida pelo mercado, e teve que ser ratificada pela CVM, em julgamento de processo administrativo<sup>346</sup>.

Com relação ao Comitê de Auditoria (o qual, como se poderia prever, é o tipo de Comitê mais adotado e regulado no Brasil), é possível notar algumas divergências no próprio âmbito da regulação e da autorregulação (IBGC, CVM e CMN), não estando claros os requisitos de independência adequados para esses Comitês.

Como visto: - ora se recomenda que a independência dos membros do Comitê de Auditoria alcance, inclusive, o acionista controlador da companhia<sup>347</sup>; - ora a independência requerida se limita à administração da companhia<sup>348</sup>. Nesse último caso, as atividades do órgão devem focar o assessoramento técnico e, em alguns aspectos, o monitoramento da diretoria.

Isso faz indagar qual deve ser a melhor forma de adaptação dos Comitês de Auditoria no Brasil. Esses órgãos devem assumir funções de monitoramento? E, em caso positivo, até que ponto? Deve realmente haver a extensão das exigências de independência dos seus membros em relação aos acionistas controladores<sup>349</sup>?

No Brasil, Braunbeck tratou desse assunto, tendo concluído o seguinte:

“seja pela complexidade de seu ‘tratamento’ ou qualquer outra razão, não se observam, no âmbito da regulação societária brasileira, iniciativas relevantes que levem em

---

<sup>346</sup> Ver nota 317 e texto relacionado.

<sup>347</sup> Ver, sobre isso, os itens “IBGC”, p. 97 e ss., e “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, p. 99 e ss.

<sup>348</sup> Ver itens “Resolução CMN nº 3.198/04”, p. 101, e “Instrução CVM nº 509/11”, p. 105.

<sup>349</sup> Lembrando que, caso a companhia possua capital disperso, não se verifica, naturalmente, a presença do acionista controlador, razão pela qual basta que haja a independência do Comitê de Auditoria em relação aos administradores.

consideração essa perspectiva de conflito de agência controlador *versus* não-controlador como um dos determinantes relevantes da qualidade das auditorias. Mesmos nos cenários autorregulatórios, como é o caso dos níveis especiais de governança da Bovespa, a perspectiva do conflito controlador *versus* não-controlador sobre a qualidade das auditorias não recebe consideração singular, quando se poderia imaginar, por exemplo, a implementação de exigência de instalação de Comitê de Auditoria com a maioria de membros independentes aos participantes que aderem voluntariamente às melhores práticas de governança corporativa ensejadas nesses níveis especiais”<sup>350</sup>.

Além disso, conforme as teses defendidas por financistas, vistas no capítulo anterior, as boas práticas de governança corporativa, nas situações em que se verifica o controle concentrado nas mãos de poucos acionistas, devem cuidar da proteção dos acionistas minoritários<sup>351</sup>.

Induz essa análise à conclusão de que seria uma boa prática de governança corporativa se os membros dos Comitês de Auditoria fossem independentes com relação aos controladores. Entretanto, ao menos internacionalmente, esse debate ainda é controverso<sup>352-353</sup>.

---

<sup>350</sup> O autor ainda, em outra passagem, frisa que “quanto maior o conflito de agência entre controladores e não-controladores, menor a qualidade da auditoria”.

BRAUNBECK, Guillermo Oscar. *Determinantes da qualidade das auditorias independentes no Brasil* Tese – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2010, p. 101.

<sup>351</sup> Ver nota 156 e texto relacionado.

<sup>352</sup> Ver notas 227e 229 e texto relacionado.

<sup>353</sup> Pode ser que se diga que, no Brasil, o Conselho Fiscal é o órgão que tem a função precípua de proteger os minoritários.

De fato, a exposição de motivos da Lei nº 6.404/76 já deixava claro sua importância para assegurar a proteção das minorias.

“A experiência revela, todavia, a importância do órgão [Conselho Fiscal] como instrumento de proteção de acionistas dissidentes” (Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda).

E BULGARELLI confirma que “a existência do Conselho Fiscal como órgão de fiscalização ampla obedeceu a imperativos de garantia de uma administração, sem desvios, levando a concluir que seu fundamento reside na desconfiança (...) em relação ao exercício do poder do controlador e dos administradores”

De uma forma ou de outra, é possível afirmar, com razoável grau de segurança, que esse tipo de independência nos Comitês não ocorrerá de forma voluntária, já que não é possível imaginar o controlador propondo a criação de um órgão na companhia para vigiá-lo. Não são necessárias teses complexas para explicar isso.

Aliás, uma experiência recente mostrou que as companhias nacionais não estão dispostas a fazer muito menos. Em processo para alteração das regras vigentes nos segmentos especiais para listagem (Novo Mercado, Níveis 1 e 2), foi rejeitada a proposta que obrigava as companhias a criarem “um Comitê de Auditoria, composto por no mínimo 3 membros, eleitos pelo Conselho, sendo, no mínimo, um conselheiro independente”<sup>354</sup>.

Por isso é que, no cenário brasileiro, são muito importantes as medidas das autoridades que incentivem qualquer prática que vise ao aprimoramento da governança corporativa das companhias. E ainda que tais medidas nem sempre sejam obrigatórias, elas servem de baliza para o entendimento do propósito dos Comitês nas companhias.

Nesse aspecto, muito embora o tema da independência permaneça indefinido, nos moldes acima delineados, ao menos questão a transparência tem sido largamente exigida nas normas recentes sobre os Comitês<sup>355-356</sup>. Trata-se de um passo importante para fazer com que os Comitês tenham, de fato, uma participação mais relevante no aprimoramento da governança corporativa das companhias nacionais.

No entanto, mais adiante o mesmo autor trata com “perplexidade” o fato de que haver na lei “a outorga da maioria no Conselho [Fiscal] ao controlador”. (BULGARELLI, Waldírio. *O Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras*. cit., p. 64.)

Assim, é cediço que o Conselho Fiscal, na prática, é um órgão no qual os representantes dos acionistas controladores dominam, ao passo que o representante dos minoritários será, sempre, voto vencido.

Se, porém, o Comitê de Auditoria assumiria melhor essa função, em substituição ao Conselho Fiscal, trata-se de uma pergunta bastante instigante, que dependerá, para resposta, de trabalhos futuros.

<sup>354</sup> Em sentido semelhante, foi também rejeitada, no mesmo processo, a regra que previa o “aumento de 20% para 30% da participação de conselheiros independentes”, nos Conselhos de Administração.

Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/100909NotA.asp>.

<sup>355</sup> Ver itens “Resolução CMN nº 3.198/04”, p. 101, e “Instrução CVM nº 509/11”, p. 105.

<sup>356</sup> A exceção, que já foi criticada neste trabalho (ver nota 326 e texto relacionado), encontra-se no Parecer 35, que não contém recomendação para que haja a ampla divulgação dos trabalhos dos Comitês Especiais Independentes.

Nesse sentido, reportagem da Revista Capital Aberto colheu reclamações de investidores, sobre operação analisada por um Comitê Especial Independente. No caso, o problema foi justamente a ausência de divulgação dos trabalhos desse órgão. E “mesmo que fossem divulgados, trariam, provavelmente, apenas as conclusões a que o grupo chegou, e não a descrição dos debates e os questionamentos feitos. Ou seja, é quase impossível saber o que se passa, de verdade, dentro de um comitê especial.”

Por isso, para o mercado, “a participação dos comitês desapontou”, pois, ao contrário do que ocorreu, “o comitê deveria publicar o máximo de informação, inclusive o seu parecer”.

“Será tudo encenação? Caso Aracruz coloca em xeque a efetividade dos comitês sugeridos pela CVM para analisar as incorporações”. *Revista Capital Aberto*, julho de 2009.

## **CAPÍTULO V – ALGUMAS PARTICULARIDADES DA LEI BRASILEIRA**

Conforme se viu anteriormente, os Comitês estão completamente inseridos no contexto da convergência dos padrões de governança corporativa. Essa constatação permite que se compreendam as finalidades do órgão, no ambiente que foram concebidos, e as adaptações feitas na sua importação para o ambiente nacional. Com isso, sabe-se o que esperar desses órgãos, já bastante atuantes no Brasil.

A lei nacional, por sua vez, é bastante enxuta na menção à atuação desses órgãos. Isso, até certo ponto, dá margem para o desenvolvimento dos Comitês nas companhias nacionais, com as adequações pertinentes. Mas não significa, evidentemente, que não há questões legais relevantes a serem consideradas.

Um primeiro tópico que toma relevância, na análise do enquadramento dos Comitês no sistema legal brasileiro, relaciona-se com o problema – não tão raro no Direito Societário – de conflitos de competências entre os órgãos das companhias. Essa será, adiante-se, a primeira questão a ser avaliada neste capítulo.

Além disso, numa primeira leitura do artigo 160 da Lei nº 6.404/76, chama atenção a aplicabilidade idêntica dos deveres e responsabilidades atribuídos aos administradores das companhias e aos Comitês e seus membros. Nesse aspecto, a lei trata de deveres amplos, como de diligência (art. 153), de lealdade (art. 155), de informar (art. 157). Também devem os membros dos Comitês “agir para lograr os fins e no interesse da companhia” para a finalidade das funções e não praticar desvio de poder (art. 154). Por fim, e obviamente, os membros dos Comitês não podem atuar quando possuem interesse conflitante com a companhia (art. 156).

Todas essas previsões legais já foram devidamente exploradas pela doutrina, ao tratar dos administradores das companhias, sendo que as conclusões alcançadas, em larga medida, podem ser aplicadas na avaliação dos atos ou omissões dos Comitês e dos seus membros. Claro que, em alguns casos, isso pode não ser algo simples (não sendo simples, igualmente, na avaliação dos atos e omissões dos administradores em casos concretos). Porém, a maior dificuldade que se vislumbra nessa tarefa não reside na necessidade de se extrair uma leitura inovadora para aqueles conceitos amplos da lei. O

problema mais sério que se pode imaginar, na aplicação desses conceitos legais, está na sua interpretação tendo em vista as funções atribuídas aos Comitês, tanto no plano formal, quanto no mundo dos fatos.

É aí que reside a importância de se estudar, desde logo, a relevância da previsão estatutária sobre esses órgãos. Como se verá, na ausência de tais previsões, será muito difícil dar o segundo passo e avaliar os atos ou omissões dos membros dos Comitês, frente à lei vigente. Esse será o segundo tópico deste capítulo.

Em tempo, esclareça-se que os tópicos escolhidos foram aqueles que transpareceram os problemas legais mais pujantes, com base nas informações que se apresentaram disponíveis sobre a atuação dos Comitês nas companhias nacionais. São problemas jurídicos razoavelmente complexos, que afetam as possibilidades de adaptação dos Comitês no Brasil.

Mas é certo que esses não são os únicos debates jurídicos a serem instaurados acerca dos Comitês no Brasil. Acredita-se que, na medida em que as atividades desses órgãos nas companhias brasileiras sejam mais divulgadas e conhecidas, novos problemas se revelarão.

#### **a. O problema da delegação de poderes e os conflitos de competência**

Os Comitês, obviamente, não podem exercer qualquer função de competência privativa de outros órgãos. O artigo 139, da Lei nº 6.404/76, impõe claramente a indelegabilidade das atribuições conferidas por lei a um órgão.

Com essa constatação, logo se dirá que os Comitês, no Brasil, não podem desempenhar algumas das funções que lhes foram atribuídas na sua criação original, visando ao monitoramento dos diretores, por exemplo (tendo em vista a competência privativa do Conselho de Administração para essa tarefa). Mas essa conclusão parece não ser tão simples assim e merece ser um pouco trabalhada.



### i. Delegação interna

Primeiramente, é preciso levar em consideração que o princípio da indelegabilidade refere-se somente à transferência de funções de um órgão para outro órgão distinto. Não se proíbe, contudo, a delegação interna, dentro do próprio órgão. Nessa hipótese, o próprio Conselho de Administração, por exemplo, pode criar um Comitê para desempenhar determinadas funções específicas, que serão desempenhadas dentro dos limites da competência do próprio Conselho de Administração.

Conforme o professor Carvalhosa, “nesses casos há delegação de atribuições e não delegação orgânica”<sup>357</sup>. E a lei nacional não impõe qualquer limite para essa distribuição de tarefas internamente nos órgãos.

Isso explica, outrossim, a recomendação do IBGC para que “os comitês do Conselho [sejam], preferivelmente, formados apenas por conselheiros”<sup>358</sup>. Assim sendo, haverá plena liberdade para os membros dos Comitês atuarem no interior da companhia, e fiscalizarem diretamente os diretores (inciso III, do artigo 142, da Lei das SA).

Ainda nessa hipótese, os membros dos Comitês poderão, juntamente com os demais membros do Conselho de Administração, escolher e destituir os auditores independentes (inciso IX, do artigo 142).

Em outros países, os Comitês, para que possam exercer funções de monitoramento, hão de ser designados dentro da estrutura de algum dos órgãos que possuem função de fiscalização, como é o caso do Conselho de Administração e do

---

<sup>357</sup> O autor cita, ainda, disposições semelhantes na legislação societária de outros países. O autor chama à atenção as disposições do Código Civil Italiano (art. 2.381) e da lei espanhola sobre sociedades de capital (art. 245), segundo as quais o Conselho de Administração poderá atribuir funções a Comitês ou órgãos assemelhados, com exceção às atribuições relativas à apresentação de balanços, entre outras. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 5ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 91.

<sup>358</sup> *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4ª edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2009, p. 44.

Conselho Geral de Supervisão, em Portugal<sup>359</sup>. Na Itália e Espanha, igualmente, a delegação deve ocorrer para algum dos membros do Conselho de Administração<sup>360</sup>.

Nesses casos, a conclusão da experiência internacional – que se mostra compatível com a realidade brasileira – é de que a competência do órgão delegado, interno ao Conselho de Administração, não exime o pleno de sua competência geral. A delegação apenas tem o escopo de facilitar o exercício das funções do órgão delegante, sem que haja, sob qualquer aspecto, a redução dos seus poderes e competências<sup>361</sup>.

No caso brasileiro, em particular, a distribuição de funções dentro do próprio Conselho de Administração torna inócua a avaliação do disposto no artigo 160. Não importa, nesse caso, o que dispõe a lei sobre os órgãos técnicos e consultivos, mas, tão somente, o que diz sobre a competência do Conselho de Administração (artigo 142). A rigor, nesses casos, não se está trabalhando com o conceito de um novo órgão – está se falando do próprio Conselho de Administração e das suas já conhecidas atribuições.

Por essa razão, as implicações legais que podem surgir da delegação interna de funções estão relacionadas à eventual distinção da responsabilização daqueles que compõem apenas o Conselho de Administração e daqueles que fazem parte dos Comitês.

Foi nesse exato sentido que se manifestou a CVM no recente julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº18/08<sup>362</sup>, em que se apurou a responsabilidade dos membros do Conselho de Administração e dos Comitês da Sadia S/A (de Auditoria e Financeiro).

---

<sup>359</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governança das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina, 2010. p. 108.

<sup>360</sup> CORREIA, Luís Brito. *Os Administradores de Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina, 1993, pgs. 282 a 286.

<sup>361</sup> CORREIA faz uma minuciosa análise das disposições legais e entendimentos doutrinários sobre a delegação em vários países da Europa.

Expõe que na Itália, conforme a doutrina local, “o conselho de administração que delega poderes conserva uma competência concorrente e superior à dos delegados, podendo revogar ou impedir os actos (prejudiciais) objecto da delegação e dar instruções aos delegados”.

Na Espanha, “o conselho de administração que delega poderes mantém, apesar disso, a totalidade dos seus poderes, passando a haver assim dois (ou mais) órgãos com competência concorrente ou cumulativa. O órgão delegante pode mesmo modificar os actos do delegado”.

Por fim, pondera que em Portugal a questão da delegação é encarada, pela doutrina, de maneira semelhante. CORREIA, Luís Brito. *Os Administradores de Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina, 1993, pgs. 275 a 289.

<sup>362</sup> Julgado em 14/12/2010.

Disponível em:  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Naquele caso, todos os membros dos Comitês eram, também, membros do Conselho de Administração da companhia. Assim, na avaliação das responsabilidades dos Conselheiros, o voto do relator procurou distinguir a sua conduta conforme a participação, ou não, nos Comitês Financeiro e de Auditoria. De acordo com o relator, essa distinção se justificaria porque:

“os membros do Comitê de Auditoria e Financeiro descumpriram, de maneira ainda mais significativa, o dever de diligência, devido às suas competências e atribuições, razão pela qual devem ser responsabilizados de maneira diferenciada, com relação aos conselheiros que não faziam parte de nenhum comitê técnico”.

Desse modo, a avaliação dos Comitês serviu, tão somente, para a comprovação da especialidade detida pelos membros do Conselho de Administração. Conforme o relator, “para aqueles que possuem uma função específica dentro do conselho, que vise a contribuição dentro de uma área do conhecimento, o referido padrão de conduta é ainda mais elevado.”<sup>363</sup>

---

<sup>363</sup> Para embasar essa conclusão, citou-se a seguinte passagem da doutrina estrangeira, de livro também utilizado para este trabalho.

“Whether a director has complied with de duty in any particular case will require an assessment of his conduct which is both objective and subjective. It is objective in the sense that the director’s conduct will be compared with that which may reasonably be expected of a person carrying out the same functions as those carried out by the director in relation to the company. If the director’s conduct thus compared falls short of this standard, objectively ascertained, then he will have breached the duty. The fact that, having regard to the general knowledge, skill and experience of the director concerned, nothing better could perhaps have been expected of him, will be nothing to the point. The objective standard may thus be regarded as imposing a minimum standard to be expected of all directors, which cannot be reduced further by reference to the general knowledge, skill, and experience of the particular director concerned.

The mere fact that the particular director meets the objective standard, however, will not mean that he has acted in accordance with his duty. In order to ascertain whether or not he has, it is also necessary have regard to the general knowledge, skill, and experience of the director himself. It is in this respect that the assessment if subjective. If the director has greater knowledge, skill, and experience than might ordinarily be expected of someone carrying out the same functions as he carries out in relation to the company, a higher standard of conduct may be expected of him, and he must satisfy that higher standard. If he does not, he will have acted in breach of his duty. It will not suffice that he has reached the standard reasonably to be expected of someone carrying out the same functions but who does not have this greater knowledge, skill, and experience.”

MORTIMORE, Simon. *Company Directors – Duties, Liabilities, and Remedies*. New York: Oxford, 2009, p. 287 e 288.

Como resultado, a pena aplicável aos membros dos Comitês, no valor de R\$ 400.000,00, foi equivalente ao dobro da pena aplicada aos membros do Conselho de Administração, que não faziam parte de nenhum dos Comitês envolvidos no processo.

## **ii. Delegação externa e conflitos de competência dos Comitês com os órgãos da administração**

Enquanto vigorava o antigo Decreto-Lei nº 2.627/40, Miranda VALVERDE afirmava que os estatutos poderiam ir além e conferir aos Comitês (no caso, os Conselhos Consultivos) não só poderes de assessoramento, mas também poderes para autorizar determinados atos dos diretores:

“Trata-se [o Conselho Consultivo] de órgão auxiliar, mas ao qual os estatutos podem atribuir funções delicadas e mesmo poderes especiais, eis que não são necessários à prática dos atos normais de administração, para os quais só a diretoria tem competência legal. Os estatutos podem, além das funções específicas, atribuídas a esse órgão, conferir-lhe o poder de autorizar a diretoria a praticar atos ou operações que exorbitam dos poderes que, *ex vi legis*, tem a diretoria para assegurar o funcionamento regular da sociedade. Assim, será lícito consignar-se nos estatutos que os diretores só poderão tomar empréstimos de certo vulto ou alienar e onerar bens sociais mediante prévia autorização desse órgão.”<sup>364</sup>

---

<sup>364</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. cit., pgs. 312 e 313.

Essa opinião era compartilhada por outros autores na época, sempre na análise do citado Decreto-Lei nº 2.627/40<sup>365-366</sup>.

Sucedo que essa opinião aproximava as funções dos Comitês àquelas cabíveis ao Conselho de Administração das companhias – que não era obrigatório, à época. VALVERDE deixa claro, nesse sentido, que os Conselhos Consultivos seriam órgãos aptos a resolver os problemas típicos de monitoramento da diretoria verificados no sistema monista, então vigente, haja vista a ausência de um órgão responsável por essa função, bem como a constatação empírica da fraqueza da assembleia geral como órgão de controle<sup>367-368</sup>.

Hoje em dia, na existência do Conselho de Administração (obrigatório para as companhias abertas), algumas funções atribuídas aos Comitês podem esbarrar nas competências legais atribuídas àquele órgão – caso os membros dos Comitês não sejam conselheiros, evidentemente.

A questão toma relevância na medida em que, no caso brasileiro: (i) as normas recentes sobre o assunto não exigem que os Comitês sejam formados por conselheiros de administração; (ii) na prática, muitas companhias têm optado por formar Comitês com membros estranhos à administração<sup>369</sup>.

---

<sup>365</sup> BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. Volume II, Rio de Janeiro: Forense, 1973, p. 679.

<sup>366</sup> PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedades por Ações*. 4º Volume, São Paulo: Saraiva, 1973, p. 35.

<sup>367</sup> “A impossibilidade de se reunir com presteza a assembleia geral dos acionistas para deliberar sobre assuntos urgentes; a incapacidade desse órgão [diretoria] para tomar resoluções de ordem técnica ou julgar de uma operação ou empreendimento que envolverá, pelo seu vulto ou dificuldade de execução, a responsabilidade da diretoria; a necessidade de se guardar sigilo sobre certos atos ou medidas que interessam particularmente à companhia, - são motivos que aconselham a criação, nas grandes companhias, de um órgão destinado a estar em contato com a diretoria, a fim de orientar a solução de problemas mais sérios da administração.”

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. cit., p. 313.

<sup>368</sup> Na lei vigente, essa mesma ideia talvez possa ser aproveitada, de alguma forma, para as companhias fechadas que eventualmente não possuam Conselho de Administração.

Isso porque, na ausência do Conselho de Administração, seria um contrassenso falar em conflito de funções estabelecidas para esse órgão. Numa primeira análise, sem o Conselho de Administração não persistirá qualquer vedação para que os Comitês assumam certas funções de fiscalizar diretamente os trabalhos da diretoria. Nesse caso, o Comitê atuará conforme estabeleça o estatuto da companhia, que poderia, inclusive, delimitar o espectro dessa atuação dos Comitês (somente a assuntos contábeis, por exemplo).

Sobre o assunto, vide o próximo item “O mandamento legal e a teoria institucionalista”, p. 145”, em que se aborda essa maior liberdade para as companhias fechadas para elaborar disposições estatutárias em consonância com a vontade dos sócios.

<sup>369</sup> Essa informação foi obtida em palestra sobre a Instrução CVM nº 509/11, organizada pelo IBGC, em 31 de janeiro de 2012.

Numa primeira análise das disposições legais sobre a delegação, pode ser feita uma leitura da lei no sentido de que, de acordo com o artigo 139, somente seria proibida a delegação das funções legalmente previstas para cada órgão da administração. Logo, *a contrario sensu*, as funções não previstas na lei, para a diretoria e para o Conselho de Administração poderiam ser outorgadas livremente a outros órgãos, como os Comitês.

Essa linha de pensamento, contudo, não resolve o problema da delegação, pois das competências previstas na lei é possível extrair noções mais abertas sobre as funções de cada órgão da administração. Por essa razão, conforme a interpretação que se faça da lei, algumas das atribuições que são comumente outorgadas aos Comitês – presentes inclusive em normas recentes sobre o assunto – podem ser consideradas colidentes com as competências previstas para outros órgãos.

Isso pode ocorrer, por exemplo, com a atribuição dos Comitês de Auditoria de monitorar os controles internos das companhias, prevista nas normas do CMN e da CVM<sup>370</sup>. Ora, como exercer essa atribuição sem invadir a competência do Conselho de Administração, prevista no artigo 142, inciso III, de fiscalizar os trabalhos das diretorias? Como desvincular totalmente uma tarefa da outra?

Sobre esse ponto, TOLEDO explica que esta competência do Conselho de Administração, de fiscalizar a diretoria, “não é apenas formal, mas também substancial. Ou seja: abrange não só a legalidade estrita dos negócios praticados, mas também examina sua conformidade com a política empresarial e os objetos sociais”<sup>371</sup>. Sob esse ponto de vista, portanto, o monitoramento dos controles internos pode ser considerado algo de competência exclusiva do Conselho de Administração.

---

Inclusive, na ocasião, o palestrante Gilberto Mifano, presidente do IBGC, ponderou que, em muitos casos, os Comitês acabam trabalhando mais próximos da diretoria do que do Conselho de Administração. Isso seria um ponto negativo na atuação dos Comitês, que deveria ser trabalhado.

Não por outra razão, a Instrução CVM nº 509/11 exige a presença de um Conselheiro de Administração no Comitê de Auditoria (sobre as razões dessa exigência, ver nota 308).

<sup>370</sup> Artigo 31-D, inciso II, alínea “a”, e inciso III, alínea “a”, da Instrução CVM nº 308/99, com as alterações da Instrução CVM nº 509/11; Artigo 15, inciso IV, da Resolução CMN nº 3.198/04.

<sup>371</sup> Continua o autor para justificar essa interpretação mais extensiva do texto legal com base em outra competência do Conselho de Administração, qual seja, a de eleger e destituir os diretores, prevista no inciso II, do mesmo artigo 142:

“isto porque, é a partir dessa análise que se forma a convicção dos conselheiros a respeito das qualidades administrativas do diretor, o que refletirá no julgamento de sua gestão, podendo conduzir ou a sua confirmação no cargo ou a sua destituição.”

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração da sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, p 39.

Deixando de lado a competência para fiscalizar a diretoria, outro exemplo de possível invasão de competências está relacionado à atribuição do Comitê de Auditoria para “recomendar” e “opinar” sobre a contratação e destituição do auditor independente, contida nas normas do CMN<sup>372</sup> e CVM<sup>373</sup>. Se, por um lado, nota-se o cuidado de não se atribuir ao Comitê de Auditoria a competência expressa do Conselho de Administração, que é a “escolher e destituir” os auditores independentes<sup>374</sup>, por outro, essa troca de verbos não disfarça certo grau de confusão de funções.

Com efeito, para exercer corretamente a sua função de escolher e destituir os auditores independentes, o Conselho de Administração, obviamente, precisa formar sua opinião sobre os trabalhos realizados pelos auditores independentes. Para tanto, e na ausência do Comitê de Auditoria, o Conselho de Administração deve acompanhar atentamente os trabalhos dos auditores independentes e, com o uso da melhor técnica, tomar a decisão de contratá-los ou destituí-los. Em outras palavras, em uma interpretação rígida da lei, cumpre ao Conselho de Administração não só escolher e destituir os auditores independentes, mas realizar todo o trabalho necessário para a obtenção de subsídios para a tomada dessa decisão.

Além dessas, há situações em que os Comitês são apontados para exercer funções que se aproximam não só das atribuições do Conselho de Administração, mas também da diretoria. É o que aparentemente ocorre no Parecer 35, ao recomendar que o Comitê Especial Independente participe do processo de “negociação da operação” entre partes relacionadas. Conforme se argumenta na doutrina, essa recomendação não poderia ser acatada, sob pena de violação frontal ao artigo 139 mencionado<sup>375</sup>.

Sobre esse tópico, e no pouco que se fala dos Comitês na doutrina, é comum encontrar seca e pontual menção ao problema da indelegabilidade das funções dos administradores aos Comitês e à previsão do artigo 139 da lei societária<sup>376-377-378</sup>. Nessa

---

<sup>372</sup> Artigo 15, inciso II, da Resolução CMN nº 3.198/04.

<sup>373</sup> Artigo 31-D, inciso I, da Instrução CVM nº 308/99, com as alterações da Instrução CVM nº 509/11.

<sup>374</sup> Artigo 142, inciso IX, da Lei nº 6.404/76.

<sup>375</sup> Em recente obra, KALANSKY expõe que: “não se vislumbra viabilidade jurídica na ‘transferência’ a um comitê especial independente das atribuições de negociação ou fiscalização, intrínsecas às funções executivas da diretoria ou às funções de fiscalização do conselho de administração e do conselho fiscal”. KALANSKY, Daniel. *Incorporação de Ações – Estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 126.

<sup>376</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 416.

<sup>377</sup> BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à lei das Sociedades Anônimas*. Volume II, Rio de Janeiro: Forense, 1977, p. 729.

linha de interpretação da lei, infere-se a conclusão de que os Comitês “nenhuma função podem ter, como órgãos propriamente administrativos ou deliberativos na vida da sociedade. Proíbe-lhes a lei qualquer intervenção”<sup>379</sup>.

Em que pese a força desse posicionamento doutrinário, que inclusive alinha-se com a visão internacional prevalecente em alguns países sobre o tema da delegação<sup>380-381</sup>, ousar-se-á fazer algumas ponderações.

Notadamente, é preciso ter em mente que a lei societária, ao contrário do que se possa pensar, não é incólume a alguns conflitos na distribuição das competências aos órgãos que prevê. A solução para esses conflitos nem sempre é fácil, e costuma ser obtida apenas após uma leitura sistemática da lei.

Exemplo disso, conforme TEPEDINO, está na competência da Assembleia para tratar de matérias referentes à condução dos negócios sociais, ainda que a lei, no artigo 142, preveja atribuições dessa natureza ao Conselho de Administração, como é o caso da orientação geral dos negócios da companhia (inciso I) e da decisão sobre a venda ativos (inciso VIII). Assim, não obstante a previsão do artigo 142, a competência do Conselho de Administração, nesses casos, seria residual aos poderes da Assembleia (e nunca preponderante a esta)<sup>382</sup>.

Outro exemplo de conflito de atribuições – este mais próximo do objeto do presente trabalho – refere-se à distribuição de algumas funções de fiscalização tanto para o Conselho de Administração, quanto para o Conselho Fiscal. BULGARELLI, ao avaliar o tema, trata com naturalidade a potencial “ocorrência de conflitos de natureza

<sup>378</sup> BRANCO, Adriano Castelo. *O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Universitária, 2007, p. 194.

<sup>379</sup> Opinião esta ratificada por ADAMEK.

MORAES FILHO, Evaristo. *Pareceres de direito do trabalho*, São Paulo: LTr, 1976, *apud*, ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas)*. cit., p. 25.

<sup>380</sup> Na Europa, em muitos países, a doutrina considera que, conforme a legislação local, não deve haver a delegação das competências previstas em lei ao Conselho de Administração a outros órgãos que não sejam formados por conselheiros.

Ver nota 361 e texto relacionado.

<sup>381</sup> Na Alemanha, como já se viu, a restrição legal para a delegação de poderes foi razão para retirar-se a função de monitoramento de Comitês formados por membros que não compõem o Conselho de Supervisão.

Ver notas 253 a 259 e texto relacionado.

<sup>382</sup> O autor afirma, sobre o assunto, que “constituiria afronta ao bom senso que pudessem órgãos administrativos arrostar a Assembleia, que congrega, ao cabo das contas, os donos da companhia”. Reconhece, contudo, que “a extensão dos poderes da Assembleia Geral vis-à-vis da competência dos órgãos sociais incumbidos da administração não se acha definida em profundidade na nossa doutrina”.

TEPEDINO, Ricardo. *Assembleia Geral* in *Direito das Companhias*, cit., pgs. 879 a 882.



interorgânica” entre os órgãos da companhia. Dessa análise, o autor conclui ser necessário observar os deveres e poderes legais-estatutários de cada órgão, que devem atuar “sem subordinação hierárquica”<sup>383</sup>.

Esses breves exemplos servem para demonstrar, portanto, que o problema de conflito de competências entre órgãos é algo que sempre demanda estudos mais aprofundados, e nunca respostas prontas. Por isso, as menções doutrinárias sobre o problema de delegação de funções aos Comitês, na interpretação da legislação nacional, não podem ser encaradas por definitivas, pois, como mencionado, são sempre superficiais<sup>384</sup>.

E ainda que esse não seja objetivo específico deste trabalho dar uma solução para esse problema<sup>385</sup>, é possível ensaiar algumas possíveis formas de interpretar a lei e a questão das competências, diante do advento dos Comitês na vida das companhias nacionais.

Talvez a grande questão a ser respondida é se, de fato, há necessidade de alterar a lei para permitir que os Comitês realizem os trabalhos que, antes da sua existência, caberiam exclusivamente ao Conselho de Administração. Reformulando o problema: até que ponto a lei impede que sejam realizadas tarefas de auxílio ao exercício das competências do Conselho de Administração?

Conforme a interpretação que se dê para a lei vigente, os Comitês talvez possam exercer algumas funções que se aproximem daquelas previstas para outros órgãos da companhia, sem que se configure conflito. Para tanto, a lei não deve ser encarada de maneira tão rígida, devendo ser feita uma análise sistemática dos dispositivos para se buscar a sua melhor interpretação.

No caso dos Comitês, a mera leitura do artigo 160 permite observar que os seus deveres e responsabilidades são idênticos (sem qualquer ressalva) aos dos administradores e diretores. Disso decorre a conclusão lógica de que os seus membros

---

<sup>383</sup> BULGARELLI, Waldírio. *O Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras*. cit., p. 63.

<sup>384</sup> CALIXTO retoma a lição de Wiedemann, no sentido de que “a questão da distribuição de competências, de tão fundamental, é considerada elemento central para definição do sistema de governança corporativa”. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, cit., p. 102.

<sup>385</sup> Até porque, para tanto, seria preciso trazer uma tese inovadora, o que extrapolaria as limitações desse trabalho (além de não subsistir, de fato, espaço para uma discussão dessa grandeza).

estão aptos a assumir responsabilidades à altura daquelas previstas para os membros da administração<sup>386</sup>.

Já o artigo 139 citado não configura impeditivo para que os órgãos da administração se utilizem de ferramentas modernas para a consecução dos seus objetivos.

É preciso levar em consideração, nesse sentido, que a exigência e a complexidade que recaem sobre os trabalhos dos Conselhos de Administração se alteraram significativamente nos últimos anos, não só no Brasil como no mundo todo<sup>387</sup>.

Aliás, não é de hoje que se observam as limitações do Conselho de Administração, nesse novo ambiente corporativo, para o exercício efetivo de algumas das suas competências, especialmente de monitoramento da gestão das companhias.

YAZBEK, sobre o tema, pondera que “não há como, nas grandes companhias contemporâneas, presumir uma especialização ao mesmo tempo abrangente e aprofundada” dos conselheiros. “Aquele conselheiro especializado em, por exemplo, distribuição comercial no varejo, que pode cumprir importante papel em determinadas empresas, pode muito bem ter dificuldades para compreender operações financeiras mais complexas”<sup>388</sup>.

Mais um exemplo da necessidade de aperfeiçoamento técnico, no âmbito do Conselho de Administração, estaria relacionado à implantação das normas internacionais de contabilidade para as companhias nacionais<sup>389</sup>. Sem um Comitê de Auditoria, caberá ao Conselho de Administração, sozinho, opinar e decidir sobre esse tema técnico e complexo.

Opinar, portanto, continua a ser a competência maior dos Comitês. Da mesma forma que a administração continua com a competência para decidir com base nessa opinião. Não se pretende alterar isso.

---

<sup>386</sup> Ver nota 289.

<sup>387</sup> Em trabalho bastante interessante, preparado pela consultoria Spencer Stuart, foram avaliadas as profundas modificações, nos últimos 50 anos, no nível de exigência e profissionalismo dos administradores das companhias do Reino Unido. Mudanças essas que, no mundo globalizado, se repetem de maneira bastante semelhante em outras companhias ao redor do mundo.

*Evolution or revolution? Changes in Britain's boards of directors from 1960 to 2010.* Spencer Stuart, 2011.

Disponível em:

[http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/EvoRevo\\_rgbD.pdf](http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/EvoRevo_rgbD.pdf).

<sup>388</sup> YAZBEK, Otavio. *Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios*, artigo inédito, [s.d.].

<sup>389</sup> Ver nota 184.

Porém, para que essa opinião seja realmente útil para os Conselhos, os membros dos Comitês precisam atuar nas companhias como se conselheiros fossem, com autoridade para solicitar, inclusive da diretoria, todas as informações necessárias para a realização dos seus trabalhos. Essa é força necessária para que os trabalhos dos Comitês se concretizem, conforme as atribuições previstas nas normas nacionais já mencionadas.

Somente assim o trabalho dos Comitês irá se diferenciar do trabalho de um prestador de serviços externo. E na medida em que um assunto tome relevância no dia a dia da companhia, os membros dos Comitês serão, necessariamente, profissionais mais comprometidos com a tarefa que lhes for outorgada, em função, inclusive, dos deveres legais que recaem sobre eles. Lembre-se, aqui, que os membros dos Comitês (ao contrário dos prestadores de serviços) são obrigados por lei a agir como se administradores fossem, atendendo aos deveres de diligência, lealdade e de informar, entre outros.

A ideia, portanto, não é que sejam reduzidas as competências dos órgãos da administração, mas ampliar o espectro de atuação dos Comitês e permitir a realização de determinadas funções com alto grau de liberdade, ainda que em matérias bem pontuais e delimitadas. Com isso, espera-se que os Comitês contribuam para que os demais órgãos da companhia cumpram com as competências legalmente previstas.

A corroborar essa ideia, LAMY enaltece a importância das funções que podem ser exercidas pelos Comitês (no caso, sob a rubrica de Conselhos Consultivos), conforme a interpretação da sistemática legal:

“As funções administrativas se distribuem num amplo espectro, que vai do Conselho e Diretor Presidente da Sociedade, ao Diretor sem função definida, ou ao técnico de um conselho consultivo: todos ajudam a formar a vontade da companhia, estão no topo da pirâmide hierárquica do grupo social que compõe a empresa”<sup>390</sup>

---

<sup>390</sup> O ilustre jurista vai ainda mais, na continuidade do texto transcrito, para afirmar que os Comitês podem ser encarados como órgão administrativo: “[seus membros] são administradores, e, como tais, respondem”. E continua:

“Os conselhos técnicos e consultivos que aconselham os administradores não são órgãos de linha, mas de ‘staff’, integram a administração, participam da formação das deliberações administrativas – ou, em outras palavras, seus membros são também administradores.”

Em suma, enquanto forem respeitadas funções maiores do Conselho de Administração, como órgão deliberativo, e da diretoria, como órgão executivo<sup>391</sup>, não haverá infração à lei (ao artigo 139, em específico) se os comitês se limitarem a funções de auxílio, o que pode ser efetivado inclusive com o exercício de algumas funções de monitoramento da diretoria – monitoramento este que servirá como complemento dos atos que precedem o poder decisório, este último de competência exclusiva dos órgãos da administração.

Repita-se, mais uma vez, que não está se propondo, aqui, uma solução definitiva para o tema. A delegação de funções, no caso dos Comitês, é algo que merece ser estudado com muita profundidade. E o debate urge na medida em que, conforme seja a interpretação da lei, estar-se-á diante de uma série de medidas, emanadas de autoridades (CVM e CMN), que preveem atribuições aos Comitês que invadem a competência de outros órgãos<sup>392</sup>. Caso essa seja a correta interpretação da lei, a continuidade de algumas atividades exercidas por esses órgãos só poderia ser legitimada com uma alteração legislativa<sup>393</sup>.

---

LAMY FILHO, Alfredo. *Remuneração do Conselho Consultivo com Participação nos Lucros in A Lei das S.A. - Pareceres*. Volume II, 2ª Edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 417.

Em tempo, não se pretende, aqui, entretanto, defender que os Comitês sejam classificados como órgãos da administração. Mas, somente, que a lei permite a outorga de funções importantes a esses órgãos, semelhantes a, mas não excludentes de, aquelas que são de competência dos demais órgãos da administração.

<sup>391</sup> BUGARELLI faz uma seleção de autores que adotam essa definição.

BULGARELLI, Waldírio. *O Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras*. cit., p. 14.

<sup>392</sup> No julgamento do já mencionado caso Tractebel, pela CVM, o voto do Diretor Marcos Pinto, ao comentar a implantação prática dos Comitês Especiais Independentes do Parecer 35, reconhece a limitação legal (do artigo 139 e da delegação). Não obstante, defendeu-se a validade dos Comitês, da seguinte forma:

“Os administradores e os controladores relutam em conferir real poder de negociação para os comitês especiais. É claro que esse poder não deve ser absoluto, pois isso poderia implicar delegação de competências vedada por lei. Mas é essencial que os comitês tenham poderes suficientes para realmente negociar as condições da operação, ainda que suas decisões estejam sujeitas à aprovação do conselho de administração.”

Em nota, o diretor complementou o seu raciocínio:

“Se a decisão final for do conselho de administração, a criação do comitê independente para negociar a operação certamente não implicará qualquer violação à lei. Companhias constituem representantes para negociar contratos a todo tempo e ninguém nunca questionou essa prática. Em operações de grande vulto, é mesmo comum que muitos aspectos das negociações sejam conduzidas por banqueiros e advogados. Desde que o poder de decisão permaneça, em última instância, com a administração, não existe qualquer óbice legal a que se atribua ao comitê independente poderes para negociar a operação.”

Voto Diretor Marcos Pinto no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179.

Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br>

<sup>393</sup> A alteração da lei, de fato, pode trazer uma solução definitiva para os problemas existentes. Mas, como se sabe, ela pode trazer outros novos problemas.

No caso da regulação das companhias, que estão em constante alteração, é difícil imaginar, em especial, uma norma que possa se adaptar às novas estruturas de organização que serão criadas.

Diante dessa imensa dificuldade, há forte corrente doutrinária que propõe o exato oposto: que haja menos regulação e mais liberdade para as companhias adotarem a estrutura de administração que preferirem.

### iii. Conflitos de competência específicos entre o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal

#### 1. O “Conselho Fiscal Adaptado”

Como já se mencionou, no Brasil, a primeira e relevante força motivadora para as companhias adotarem os Comitês ocorreu com a edição do *Sarbanes-Oxley Act*, que obrigou todas as companhias listadas nas bolsas norte-americanas (locais ou estrangeiras) a estabelecerem um Comitê de Auditoria, ou órgão equivalente. Assim, as companhias brasileiras emissoras de ADRs tiveram que, independentemente de movimentos locais para a convergência na adoção de Comitês (ainda incipientes na época), adaptar-se às regras estadunidenses<sup>394</sup>.

Algumas companhias emissoras de ADRs, para atender às exigências do *Sarbanes-Oxley Act*, optaram por ampliar as funções do Conselho Fiscal que, em alguns casos, já estava devidamente instalado em suas estruturas, para que este órgão desempenhasse cumulativamente as funções de um Comitê de Auditoria.

Para apoiar esse método de adaptação das companhias brasileiras, com a criação do que ficou conhecido como “Conselho Fiscal Adaptado” (ou, mais popularmente, “Conselho Fiscal Turbinado”), a CVM encaminhou carta à SEC sobre o

---

Conforme os dizeres de HOPT, ao avaliar os diferentes sistemas existentes na Europa e nos Estados Unidos, “corporation law (as well as stock exchange law) does not need more technical regulation, but deregulation”. HOPT, Klays J. *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*. cit., p. 255.

Não por outro motivo, em Portugal, a última revisão legal das leis sobre as sociedades anônimas teve por objetivo deixar a cargo das companhias escolher o sistema que entendam mais adequados. A exposição de motivos do Decreto-Lei nº 76-A/2006 deixa claro que as alterações legislativas foram realizadas com o objetivo de “eliminação das distorções injustificadas entre modelos de governação”, reconhecendo-se que “uma vez que os modelos de governação não constituem fórmulas organizativas imutáveis, procurou-se eliminar tais elementos de distorção de modo que a liberdade de escolha de modelo de governo societário passasse a ser efectiva” (Disponível em: <http://www.pgdlisboa.pt/pgdl/leis/>).

Como isso, as companhias portuguesas podem escolher entre diversas possibilidades organizativas, que incluem a existência de órgãos como o Conselho de Administração, Fiscalização, Comissão de Auditoria, Conselho de Administração executivo, Conselho Geral e de Supervisão e Revisor Oficial de Contas.

O resultado dessa medida, contudo, ainda não pôde ser avaliado.

CORDEIRO, Antonio Menezes Cordeiro. *Manual de Direito das Sociedades. Das Sociedades em Especial*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2007, pgs. 779 a 781.

<sup>394</sup> Ver notas 47, 148 e 339 e textos relacionados.

assunto, na qual se ponderava que: “Many of the oversight functions envisaged for the audit committee are in fact exercised by the Fiscal Council of a Brazilian company”<sup>395</sup>.

Naquela carta da CVM, não foram feitas considerações diretas sobre as consequências da implantação do Comitê de Auditoria nas companhias brasileiras. Não obstante, algumas questões sobre a delegação de funções e a restrição do artigo 139 da Lei nº 6.404/76 foram suscitadas, como a competência do Conselho de Administração para escolher e destituir auditores independentes. Nesse sentido, a CVM expôs o entendimento de que o Conselho de Administração seria o responsável direto pela fiscalização dos trabalhos dos auditores independentes. Ao Conselho Fiscal seria permitido dar opiniões não vinculativas sobre os trabalhos desses profissionais<sup>396</sup>.

A SEC acabou por acatar não só o pleito brasileiro, mas de outros países em que as funções do Comitê de Auditoria poderiam, potencialmente, conflitar com outros órgãos já existentes nos seus sistemas locais<sup>397</sup>.

---

<sup>395</sup> Disponível em:

<http://sec.gov/rules/proposed/s70203/llcantidiano1.htm>

<sup>396</sup> “A non-binding recommendation of the Fiscal Council would permit the Fiscal Council to be engaged in the oversight of the financial reporting and the relationship with independent auditors without resulting in an encroachment upon the responsibilities of management under Brazilian law.”

Disponível em:

<http://sec.gov/rules/proposed/s70203/llcantidiano1.htm>

<sup>397</sup> “We are aware that the requirements may conflict with legal requirements, corporate governance standards and the methods for providing auditor oversight in the home jurisdictions of some foreign issuers. Even before we published the Proposing Release, several foreign issuers and their representatives had expressed concerns about the possible application of Exchange Act Section 10A(m). The Proposing Release prompted many thoughtful comments from dozens of foreign private issuers and their representatives from around the world. These commenters expressed overwhelming support for the Commission’s approach of providing tailored exemptions and guidance where the requirements of Exchange Act Section 10A(m) could result in a direct conflict with home country requirements. In our final rules, we have attempted to address commenters’ concerns regarding the specific areas in which foreign corporate governance arrangements differ significantly from general practices among U.S. corporations.

(...)

vi. Boards of Auditors or Similar Bodies

While as noted above there is a continuing trend toward having audit committees in foreign jurisdictions, several foreign jurisdictions require or provide for auditor oversight through a board of auditors or similar body, or groups of statutory auditors, that are in whole or in part separate from the board of directors. We believe that these boards of auditors or statutory auditors are intended to be independent of management, although their members may not in all cases meet all of the independence requirements set forth in Section 10A(m) of the Exchange Act. In addition, while these bodies provide independent oversight of outside auditors, they may not have all of the responsibilities set forth in Rule 10A-3. The establishment of an audit committee in addition to these bodies, with duplicative functions, might not only be costly and inefficient, but it also could generate possible conflicts of powers and duties. Accordingly, we proposed an exemption from certain of the requirements for audit committees for boards of auditors or statutory auditors of foreign private issuers that fulfilled the remaining requirements of the rule, if those boards operate under legal or listing provisions intended to provide oversight of outside auditors that is independent of management, membership on the board excludes executive officers of the issuer and certain other requirements were met.

De fato, há algumas notáveis semelhanças entre as funções previstas para o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal. Chama a atenção a já mencionada função de fiscalização, tanto por parte do Comitê de Auditoria, quanto por parte do Conselho Fiscal.

Mais do que isso, a matéria envolvida nessa fiscalização também é similar. À semelhança do Comitê de Auditoria, “uma das principais funções do Conselho Fiscal é o controle de contas, atividade específica que, em vários outros países (...) está entregue a especialistas”<sup>398</sup>.

Não obstante, o acréscimo de funções do Comitê de Auditoria ao Conselho Fiscal foi alvo de algumas críticas, principalmente entre executivos e analistas de mercado, que apontam para os diferentes objetivos de cada órgão<sup>399-400</sup>.

---

For example, under current Japanese law, we understand that large Japanese corporations must maintain a board of corporate statutory auditors, a legally separate and independent body from the corporation's board of directors that is elected by shareholders. See, e.g., Law for Special Exceptions to the Commercial Code Concerning Audits, etc. of Corporations (Law No. 22, 1974, as amended). Further, we understand that effective April 1, 2003, Japanese corporations will have the option to elect either a governance system with a separate board of directors and board of corporate auditors or a system based on nominating, audit and compensation committees under the board of directors. We also understand that the Italian corporate governance regime provides for an independent board of statutory auditors ('Collegio Sindicale') and the Brazilian corporate governance regime allows a Fiscal Council ('Conselho Fiscal'). See, e.g., the Letters of Assonime; Brazilian Securities Commission. As noted previously, the examples provided in this release are for illustrative purposes only. The exemption provided in the final rule for boards of auditors or similar bodies will be available to any foreign private issuer that meets the exemption's requirements because of the issuer's home country regime.”

Disponível em:

<http://www.sec.gov/rules/final/33-8220.htm>

<sup>398</sup> BULGARELLI, Waldírio. O Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras. cit., p. 152.

<sup>399</sup> Algumas matérias da revista *Capital Aberto* se dedicaram exclusivamente ao tema, colhendo a opinião de executivos e profissionais. Destacam-se as seguintes passagens:

“ ‘O comitê de auditoria olha para frente e não para fatos passados, que ficam com o conselho fiscal’, ensina André Coutinho, diretor da Management Assurance Services da KPMG, que assessora várias empresas na estruturação de comitês de auditoria. ‘O conselho fiscal tem representantes de minoritários; é um fórum diferente’, diz o diretor, para quem a opção das empresas tem sido claramente pelos comitês de auditoria. A hora e a vez dos comitês de auditoria. *Revista Capital Aberto*, novembro de 2004.

“Eles [os Comitês de Auditoria] não se confundem com os Conselhos Fiscais, que são previstos em lei e têm a finalidade de fiscalizar os atos dos administradores. Os comitês pertencem à administração, ao passo que os conselhos fiscais a fiscalizam. Entretanto, nada impede que haja uma colaboração entre os dois órgãos, com troca de idéias e reuniões conjuntas.”

Comitês de Auditoria avançam no Brasil. *Revista Capital Aberto*, maio de 2004.

“a priorização do conselho fiscal vai na contramão da tendência internacional, que tem foco no comitê de auditoria independente ligado ao conselho de administração.”

Qual a sua bandeira, investidor. *Revista Capital Aberto*, agosto de 2010.

<sup>400</sup> A pesquisa de FURUTA avalia empiricamente o recebimento do Conselho Fiscal Adaptado e as impressões de diversos entes do mercado. Ao que consta, há uma total segregação de opiniões com relação ao acúmulo de funções por parte desse órgão:

“No que diz respeito às funções do Comitê de Auditoria, 47% dos executivos das empresas discordam em parte que as funções do Conselho Fiscal adaptado e Comitê de Auditoria são distintas e 6% discordam totalmente. Já os analistas de mercado apresentaram um outro posicionamento e todos, de certa forma, concordam que as atribuições desses dois órgãos são distintas.”

Numa análise mais aprofundada, é possível diferenciar as funções dos órgãos com relação ao momento da fiscalização. O Conselho Fiscal focaria a fiscalização mediata e sucessiva das contas, examinando as demonstrações financeiras após o seu preparo, pela administração. Já o Comitê de Auditoria teria uma participação imediata e simultânea nesse mesmo processo de elaboração das demonstrações financeiras<sup>401</sup>.

Nesse mesmo sentido, a fiscalização exercida pelo Conselho Fiscal sobre os atos dos diretores seria mais formal do que substancial. O órgão não teria, assim, “poderes para apreciar o conteúdo da gestão societária, ou seja, não lhe cabe entrar no julgamento do mérito e da conveniência das decisões empresariais tomadas pelos administradores”<sup>402-403</sup>.

Já com relação aos Comitês de Auditoria, é razoável que seja demandada a sua opinião sobre o mérito das decisões dos diretores<sup>404</sup>. É o que se infere, por exemplo, do seu dever de fazer recomendações à diretoria acerca do planejamento dos trabalhos de auditoria, indagando-a posteriormente, em reunião registrada em ata, sobre o atendimento das suas recomendações<sup>405</sup>.

Em razão das diferenças citadas, nota-se que um Conselho Fiscal Adaptado dificilmente atenderá a todas as funções esperadas de um Comitê de Auditoria.

Dessa forma, ou o Conselho Fiscal Adaptado exercerá de maneira limitada as suas funções de Comitê de Auditoria, ou este órgão extrapolará os limites legais

FURUTA, Fernanda. *A relação das características das empresas com a adoção do Comitê de Auditoria X Conselho Fiscal adaptado*. Tese – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2010, p. 134.

<sup>401</sup> PONTES, Evandro Fernandes. Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras. cit., p. 12.

<sup>402</sup> EIZIRIK, Nelson, *Limites à atuação do Conselho Fiscal*. in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 84, p. 17.

<sup>403</sup> “ed in effetti si è ditto che la sintesi della funzione dei sindacaci è il controllo del’osservanza dello statuto e del rispetto della legge. Cioè Il sindaco non deve entrare nel merito dell’amministrazione, deve semplicemente esserce um tutore della legge”.

CHIARAVIGLIO, Luigi. *Ill controllo sul Funzionamento delle Società per Azioni*, p. 17 apud LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A. – Exposições e Pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 230.

<sup>404</sup> Isso, é claro, partindo-se da premissa de que os Comitês podem atuar ativamente no monitoramento da diretoria, em auxílio ao exercício da competência Conselho de Administração, conforme discutido no item antecedente, sobre a “Delegação externa e conflitos de competência dos Comitês com os órgãos da administração”, p. 131.

<sup>405</sup> Precisamente, o artigo 15, inciso VIII, da Resolução CMN nº 3.198/04, dispõe que:

“Art. 15. Constituem atribuições do comitê de auditoria: (...)

VIII - reunir-se, no mínimo trimestralmente, com a diretoria da instituição, com a auditoria independente e com a auditoria interna para verificar o cumprimento de suas recomendações ou indagações, inclusive no que se refere ao planejamento dos respectivos trabalhos de auditoria, formalizando, em atas, os conteúdos de tais encontros”.



contidos na sistemática da lei, no que tange aos objetivos estabelecidos originariamente para o Conselho Fiscal<sup>406</sup>.

## 2. *Convivência do Conselho Fiscal e Comitê de Auditoria*

A questão fica ainda mais instigante na medida em que o Conselho Fiscal e o Comitê de Auditoria operem simultaneamente em uma mesma companhia. O que, observe-se, não é prática incomum: aproximadamente metade das companhias emissoras de ADRs contam com os dois órgãos em suas estruturas<sup>407</sup>.

O problema está, principalmente, na disposição contida no artigo 163, parágrafo 7º, da Lei nº 6.404/76, segundo o qual “as atribuições e poderes conferidos pela lei ao conselho fiscal não podem ser outorgados a outro órgão da companhia.” Entre essas funções, chama a atenção, novamente, a competência para fiscalizar os atos dos administradores (art. 163, inciso I).

Dessa forma, outorgando-se ao Comitê de Auditoria algumas funções de fiscalização da diretoria, haveria uma tríplice de órgãos responsáveis por uma mesma tarefa (ainda que com enfoques diferentes). PONTES notou esse viés legal, o que chamou de “intrincado problema do conflito de atribuições” entre o Conselho de Administração, Conselho Fiscal e o Comitê de Auditoria. Em sua análise, e após atestar a ausência de estudos aprofundados sobre o tema, PONTES conclui que não há “outra forma de dirimir esse potencial conflito de atribuição que não seja por uma previsão expressa na Lei das S.A. das atribuições que os regulamentos infralegais embutiram no conselho de administração (via comitê de auditoria) dentro do rol do artigo 163 [que trata da competência do Conselho Fiscal]”<sup>408</sup>.

---

<sup>406</sup> E isso sem contar os problemas de eventuais conflitos de competência já conhecidos entre o Conselho Fiscal e os órgãos da administração - até porque, formalmente, o Conselho Fiscal Adaptado não difere do Conselho Fiscal, para efeitos da lei.

Ver notas 383 e texto relacionado.

<sup>407</sup> Ver nota 339 e texto relacionado.

<sup>408</sup> PONTES entende ainda que seria importante resolver o problema das “funções de controle contábil e financeiro, de verificação de controles internos e de acompanhamento dos trabalhos da auditoria independente. Essas são funções do conselho fiscal, por natureza, mas que atualmente são desempenhadas com muito mais competência pelo comitê de auditoria”.

Em termos práticos, contudo, tem-se ignorado essa disposição legal. O IBGC, por exemplo, preocupa-se com a eventual replicação de trabalhos, sugerindo que a companhia cuide para que haja complementaridade entre os trabalhos dos dois órgãos<sup>409</sup>. Os executivos, por sua vez, tratariam dessas diferenças na vida prática, com cada órgão observando o trabalho do outro<sup>410</sup>.

Esses arranjos, muitas vezes informais, podem até permitir a atuação complementar de cada um dos órgãos na prática. O problema jurídico do conflito de competências, no entanto, persiste. Ou melhor, talvez seja ainda mais grave nesses casos, pois, conforme se interprete a lei, será preciso reduzir bastante as funções dos Comitês de Auditoria a fim de que não conflitem tanto com as competências do Conselho de Administração (art. 139), quanto com as competências conferidas pela lei ao Conselho Fiscal (art. 163, parágrafo 7º).

## **b. A importância da previsão estatutária dos Comitês**

### **i. O mandamento legal e a teoria institucionalista**

Para se comentar a relevância das previsões estatutárias, é preciso resgatar, ainda que brevemente, o antigo e conhecido debate sobre as diferentes concepções relativas à natureza jurídica do ato constitutivo da sociedade<sup>411</sup>.

---

PONTES, Evandro Fernandes. *Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras*. Tese – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009, pgs. 176 a 183.

<sup>409</sup> O IBGC, sobre esse ponto, recomenda que haja constante e efetivo relacionamento entre os órgãos: Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Comitê de Auditoria, para que haja coordenação das atividades que são realizadas.

*Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4ª edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2009.

<sup>410</sup> Conforme a experiência de um executivo:

“Na prática de trabalho, o comitê [de auditoria] da CPFL, composto por três conselheiros com experiência em auditoria e um especialista financeiro, logo descobriu o motivo pelo qual algumas empresas preferiram adaptar o seu conselho fiscal às novas tarefas de auditoria: a sobreposição de funções. Perez conta que, nas primeiras reuniões, ficou claro que debruçar-se em análises das demonstrações financeiras seria perda de tempo, já que este trabalho havia sido feito pelo conselho fiscal. ‘Agora fazemos análises sobre assuntos pontuais, além de outras tarefas previstas no regimento, como gestão da auditoria interna e contratação da auditoria externa’, diz o executivo.”

Revista Capital Aberto, *A hora e a vez dos comitês de auditoria*, novembro de 2004.

<sup>411</sup> Trata-se de mais um tema que não poderá ser aprofundado nesse trabalho, dada as óbvias limitações para tanto.

A visão contratualista (que se encontra positivada na legislação nacional<sup>412</sup>), funda-se, essencialmente, no contrato que dá origem à empresa, manifestado pela vontade de duas ou mais pessoas, que se propõem a unir seus esforços para um fim comum. Num ambiente em que as empresas são pouco desenvolvidas, contam com poucos e definidos sócios, essa teoria contratualista pode até servir para solucionar uma série de problemas. Os limites da atuação da empresa, assim como os deveres e obrigações que circundam as suas relações internas e externas, ficam definidos pelo contrato social, estipulado de acordo com a vontade dos sócios (até o limite das restrições legais)<sup>413</sup>.

Se essa teoria contratualista já se mostrava limitada para a solução de problemas de ordem prática e teórica<sup>414</sup>, foi com o desenvolvimento das sociedades anônimas que se criou a teoria da instituição, que considera mais do que os interesses privados e egoístas verificados na seara privada, insertos na formulação do contrato da sociedade. Importa, também, a função econômica e o interesse público no exercício da atividade da sociedade anônima<sup>415</sup>. Com a teoria institucional, justifica-se a intervenção do Estado nas companhias<sup>416</sup>.

Porém, a teoria institucional não nega que a sociedade tenha sido fundada por contrato (que ASCARELLI classifica como plurilateral<sup>417</sup>). É o contrato que dá origem à

Sobre o assunto, o livro do professor CALIXTO aponta, de maneira coesa, as várias discussões doutrinárias sobre o tema, passando pelo contratualismo clássico e moderno, o institucionalismo publicista e integracionista ou organizativo, bem como pelas teorias modernas, que culminam na teoria do contrato organização.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, cit., pgs. 27 a 53.

<sup>412</sup> A exemplo dos artigos 981 e 997 do Código Civil.

<sup>413</sup> “o administrador era qualificado como mandatário e responsável em caso de violação das obrigações do mandato, sendo o padrão para avaliar a sua conduta à testa dos negócios sociais o do *bonus paterfamilias*”.

BULGARELLI, Waldírio. *Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias* in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n° 50, 1983, p. 85.

<sup>414</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2008, pgs. 379 a 386.

<sup>415</sup> CALIXTO remete às lições de Rathenau para explicar as bases da teoria institucionalista.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, cit., pgs. 32 a 34.

<sup>416</sup> Aliás, é comum para os defensores da teoria institucionalista a comparação das companhias com entes públicos:

“A partir do início deste século, minuciosos estudos foram elaborados sobre questão tão árdua. Primeiramente por publicistas, onde tem relevo o *Précis de droit constitutionnel*, de HAURIOU. Em seguida pelos estudiosos do direito privado. RIPERT, entusiasta da teoria institucional, hoje legalmente perfilhada pelo Código civil francês, insiste em que os administradores são chamados de mandatários apenas na acepção de direito público, como os deputados, que são mandatários da nação”.

CARMO, Eduardo de Souza. *Relações Jurídicas na Administração da S.A.* Rio de Janeiro: Aide, 1988, pgs. 21 e 22.

<sup>417</sup> ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 1999, pgs. 372 a 452.

instituição, como “organismo que tem por fim a busca de interesse intermediário entre o dos indivíduos e do Estado”<sup>418</sup>.

A forma de se encarar o estatuto social, assim, pode envolver duas perspectivas, conforme o tipo de companhia:

“nas companhias abertas, os estatutos se apresentam, incontestavelmente, como um *ato-regra* (para retomarmos a expressão dos institucionalistas franceses), com as características de um direito objetivo ou *ius positum* no âmbito corporativo. Já nas companhias fechadas, dificilmente poder-se-ão desligar as regras estatutárias do acordo de vontades entre os acionistas, que lhes serviu de fundamento e inspiração. Por isso mesmo, enquanto na companhia aberta a latitude de criação normativa dos estatutos é extremamente limitada, preponderando sempre o ditado legal, nas companhias fechadas a fronteira entre estatutos e acordo de acionistas se esbate consideravelmente. O acordo estatutário parece, aqui, muito mais como negócio jurídico privado, entre partes determinadas, do que como regulamento objetivo e impessoal”<sup>419-420</sup>.

Por essa mesma razão, a preocupação com a proteção das minorias não se opera nas companhias fechadas com a mesma intensidade que nas companhias abertas<sup>421</sup>.

---

<sup>418</sup> Lição de JAEGER, reproduzida por PEDREIRA.

LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Estrutura da Companhia* in *Direito das Companhias*, cit., p. 84.

<sup>419</sup> COMPARATO, Fabio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quorum nas assembleias gerais e reuniões do Conselho de Administração in *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 121.

<sup>420</sup> Calixto aponta essa característica do direito societário brasileiro, que serve de “interessante demonstração dos resultados, não de todo coerentes, a que a convivência de ambas as teorias [contratualista e institucionalista] em um mesmo sistema positivo pode levar”.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, cit., P. 38.

<sup>421</sup> COMPARATO, sobre esse entendimento, lembra “a imagem de Ripert do ‘maquinismo jurídico’, cujo funcionamento se automatiza após o primeiro impulso do homem, só encontra hoje aplicação para as companhias abertas. Estas, sim, são as verdadeiras sociedades ‘anônimas’, a reunião de ‘posições acionárias’

Dessa linha de pensamento é que exsurge a relevância do disposto no artigo 122, inciso I, da Lei nº 6.404/76, segundo o qual a reforma do estatuto compete privativamente à assembleia geral.

TEPEDINO, mesmo após considerar o declínio da efetividade Assembleia Geral, majorado no Brasil pela força do acionista controlador, pondera que “a mais importante matéria reservada à Assembleia é a reforma do estatuto social”. Nesse contexto, lembra a lição de GALGANO, conforme a qual “não se admite a modificação de fato do estatuto, ainda que relevada pelo comportamento reiterado dos órgãos sociais sem oposição de quem quer que seja”<sup>422</sup>.

É dentro desse contexto que se nota, na lei societária nacional, a importância das previsões estatutárias na definição dos órgãos da companhia. O Conselho de Administração, por exemplo, só pode desempenhar certas funções de acordo com o que dispuser o estatuto<sup>423</sup>.

Assim, a lógica da lei é bastante clara ao exigir a previsão estatutária sobre os órgãos da companhia, como pressuposto para a organização das suas competências<sup>424</sup>.

Com relação aos Comitês, a situação não é nada diferente. A Lei nº 6.404/76, embora pouco discorra sobre os órgãos técnicos e consultivos, dispõe, no

com a fungibilidade da pessoa dos acionistas. Nas companhias fechadas, diferentemente, por detrás das ações emerge sempre a figura dos sócios”.

COMPARATO, Fabio Konder. *A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quorum nas assembleias gerais e reuniões do Conselho de Administração* in *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, pgs. 120 e 121.

<sup>422</sup> TEPEDINO, Ricardo. *Assembleia Geral* in *Direito das Companhias*, cit., pgs. 884 a 1021.

<sup>423</sup> Alguns exemplos disso estão nos seguintes artigos, da Lei nº 6.404/76:

“Art. 59. A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembléia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto: (...)”

§ 1º Na companhia aberta, o conselho de administração pode deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição estatutária em contrário.”

“Art. 76. A deliberação sobre emissão de bônus de subscrição compete à assembléia-geral, se o estatuto não a atribuir ao conselho de administração.”

“Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembléia-geral.”

“Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.”

“Art. 142. Compete ao conselho de administração: (...)”

VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição.”

<sup>424</sup> O artigo 139, nesse sentido, induz à conclusão de que não hão de ser considerados outros órgãos na companhia, senão aqueles criados por lei ou pelo estatuto.

“Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.”

artigo 160, que os deveres e responsabilidades dos administradores aplicar-se-ão a quaisquer desses órgãos, quando “criados pelo estatuto”<sup>425-426</sup>.

Especificamente quanto à previsão estatutária dos Comitês das companhias, a doutrina já observou que, “como todos os administradores, os membros dos órgãos técnicos ou consultivos têm a origem de sua investidura no estatuto social”<sup>427</sup>.

Dito isso, e retomando as acepções contratualista e institucionalista, infere-se que, em alguns raros casos, a análise do espírito contratual talvez possa resolver alguns problemas gerados por eventual lacuna na descrição dos Comitês no estatuto. Hipoteticamente, no caso de uma companhia de capital fechado, que possua um Comitê operante, sobre o qual todos os sócios têm conhecimento, será difícil argumentar sobre a ausência de responsabilidade deste mesmo Comitê, por falta de previsão estatutária. Neste caso, poderão ser aplicados os princípios da lei civil, que dão subsídios para interpretação de eventuais lacunas contratuais – e, assim, será possível exigir dos membros dos Comitês que atuem conforme ficou estipulado na criação do órgão, independentemente da previsão estatutária correspondente.

O oposto, contudo, conclui-se quando se pensa em companhias de capital aberto. Diante da visão institucionalista, que incide vigorosamente na análise do estatuto desse tipo de companhia, a previsão estatutária sobre os Comitês toma dimensões que ultrapassam muito a vontade dos sócios fundadores.

Como se viu no decorrer deste trabalho, os Comitês são demandados na medida em que aumenta a complexidade relacionada à gestão de companhias de capital aberto. Complexidade essa não só ligada a aspectos técnicos, mas proporcional aos diferentes interesses que exercem a influência no seu funcionamento. Maior base acionária e de credores, além da maior exigência das autoridades, como é o caso da CVM – que só

---

<sup>425</sup> Ver nota 288.

<sup>426</sup> Aliás, essa não foi uma inovação da lei vigente, pois o Decreto-Lei 2.627/1940 estipulava que, “quando os estatutos” criassem quaisquer órgãos técnicos ou consultivos, os seus membros responderiam dos na forma das regras aplicáveis aos diretores.

Ver nota 280.

<sup>427</sup> LAMY FILHO, Alfredo. *Remuneração do Conselho Consultivo com Participação nos Lucros*, cit., p. 417.

atua diante das companhias abertas – são alguns dos fatores que tornam a vida da companhia muito mais intrincada<sup>428</sup>.

Não por outra razão a criação dos Comitês deve obedecer ao processo formalmente previsto, que inclui a participação da assembleia, para modificação do estatuto e criação dos Comitês. Ignorar esse processo não significa ignorar apenas algumas palavras da lei (contidas no artigo 160 – “criados pelo estatuto” ), mas a lógica do ordenamento legal societário, que limita – com amparo na teoria institucionalista – a autonomia da vontade para a criação e distribuição de funções aos órgãos das companhias.

A importância da previsão estatutária, no caso dos Comitês, é elevada na medida em que a lei é bastante omissa na delimitação das suas funções. As normas estatutárias, portanto, apresentar-se-ão como o instrumental jurídico mais elementar para contextualizar os Comitês dentro dessas diversas e complexas relações mantidas numa companhia de capital aberto. Somente com as previsões estatutárias é que se poderão criar e definir as funções desses órgãos numa companhia de capital aberto.

Em conclusão, o arcabouço regulatório não permite outra interpretação senão a de que os Comitês, para atuarem como órgãos da companhia, precisam ser criados pelo estatuto, respeitados todos os trâmites legais para tanto.

Caso contrário, ou seja, caso os Comitês não sejam criados pelo estatuto social da companhia, os atos praticados por seus membros serão equiparáveis aos atos dos prestadores de serviços, contratados pela companhia a mando da administração. Ou, se o Comitê for formado por funcionários ou grupos de administradores, a relação jurídica destes com a companhia manter-se-á inalterada. Em qualquer das situações, não poderão esses Comitês ser considerados órgãos da companhia, na acepção da lei societária.

As implicações da ausência ou incompletude das disposições estatutárias sobre os Comitês acarretarão, inevitavelmente, variações na avaliação das suas

---

<sup>428</sup> CARVALHOSA, ao resgatar a lição de Yves Djian, justifica a existência dos Comitês, nas companhias, com fundamento na especialização típica desses órgãos:

“A criação dos órgãos consultivos e técnicos, no âmbito da organização empresarial, é fruto do processo de especialização, cujas características são bem explicadas no *Arret Motte*, de 1946. Nele, constata-se que a sociedade anônima tornou-se uma *instituição* de direito privado, insto é, um agrupamento das pessoas reunidas no interesse comum, tendo em vista realizar uma ideia-mestra – o objeto social –, por meio de uma organização permanente. Nessa organização, em virtude de dispositivos legais, cada um dos órgãos sociais tem uma função determinada. A característica nova é marcada pelo princípio da especialização, que transcende aquele da hierarquia de poderes, que marcava a concepção contratualista da sociedade anônima.” CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, cit., p. 490 e 491.

responsabilidades, bem como nas responsabilidades dos administradores envolvidos na sua criação<sup>429</sup>.

Quanto às responsabilidades, será preciso avaliar caso a caso, dentro das diversas hipóteses. Mas, da lógica do que foi aqui exposto, infere-se que, num extremo, o Conselho de Administração responderá integralmente pelos atos praticados pelos Comitês, caso estes órgãos não tenham sido criados pelo Estatuto (mais uma vez, eles não poderão ser considerados órgãos da companhia, para os fins da Lei nº 6.404/76). Num outro extremo, caso haja a correta criação do Comitê no estatuto, as suas responsabilidades serão consideradas e, eventualmente, serão sopesadas na avaliação da responsabilidade dos membros do Conselho de Administração<sup>430</sup>.

Isso tudo, é claro, em se tratando de uma companhia de capital aberto. Caso a companhia seja fechada, a omissão estatutária pode ter menos relevância.

## **ii. A postura da CVM acerca da previsão estatutária dos Comitês**

Da leitura de algumas manifestações da CVM, é possível verificar certa evolução no sentido de se reconhecer que a criação estatutária é imprescindível para que os Comitês sejam considerados órgãos da companhia e, assim, para que seus membros possam ser responsabilizados, no âmbito administrativo, com base no que dispõe o artigo 160 da Lei nº 6.404/76.

---

<sup>429</sup> Esse liame entre a previsão estatutária e as responsabilidades dos Comitês é traçado por CARVALHOSA, que incrementa essa relação dispondo sobre a indelegabilidade das funções dos Comitês criados pelo estatuto:

“Constituem [os Comitês] aparelhos da companhia, de caráter não obrigatório, mas cujas funções, uma vez estatutariamente criados, são indelegáveis tanto quanto são as dos órgãos administrativos necessários (art. 139). É essa indelegabilidade que permite configurar a responsabilidade civil dos membros dos órgãos técnicos e consultivos.”

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, cit., p. 491.

<sup>430</sup> Sobre essa última hipótese, parece difícil imaginar uma situação em que o Conselho de Administração ficará isento de responsabilidades por atos praticados em decorrência das ações dos Comitês. Isso porque, em princípio, haverá sempre um nexo causal entre a opinião do Comitê e a decisão do Conselho de Administração, que opte por colocar essa opinião em prática.



Inicialmente, da leitura das Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa<sup>431</sup>, nota-se alguma despreocupação com a adaptação dos Comitês à legislação nacional, considerando que a recomendação é no sentido de que tais órgãos sejam previstos apenas nos “regimentos” dos Conselhos de Administração. Assim sendo, a recomendação ignora a disposição da legislação vigente, no que se refere à necessidade de criação estatutária desses órgãos.

Isso mudou ligeiramente na edição do Parecer 35<sup>432</sup>, que dispõe o seguinte:

“Na formação do comitê especial independente acima referido, a CVM recomenda a adoção de uma das seguintes alternativas:

i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes;

ii) comitê composto por não administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto, para os fins do art. 160 da Lei nº 6.404, de 1976; ou

iii) comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros.”

Da descrição das alternativas apresentadas pela CVM, é possível inferir-se a percepção da autarquia no sentido de que o artigo 160 da Lei nº 6.404/76 – que atribui a mesma responsabilidade dos administradores aos membros dos Comitês – só se aplica caso o órgão seja criado no estatuto.

---

<sup>431</sup> Ver o item “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, p. 99.

<sup>432</sup> Ver item “Parecer de Orientação CVM nº 35/08”, p. 109.

Com efeito, na hipótese de o Comitê ser formado apenas por não administradores da companhia, o Parecer 35 ressalta que o Comitê deve estar previsto no estatuto da companhia, “para os fins do art. 160 da Lei nº 6.404, de 1976”.

Já nas outras duas hipóteses, se retira a recomendação para que o Comitê esteja previsto no estatuto. Essa distinção, muito provavelmente, se deve ao fato de que, na primeira e terceira hipóteses, o Comitê contará com a presença de membros da administração, os quais respondem, de qualquer forma, pelos “deveres e responsabilidades dos administradores”.

Porém, especialmente no caso da terceira alternativa, a ausência da previsão estatutária do Comitê inviabiliza, ao menos numa primeira análise, a responsabilização de um ou dois membros que, embora participem do Comitê, não sejam administradores da companhia. Nesse caso, destaca-se uma situação jurídica muito desconfortável e de difícil solução, mesmo levando-se em conta algumas situações análogas, de responsabilidade individual e colegiada dos membros dos órgãos das companhias<sup>433</sup>.

Finalmente, na manifestação mais recente sobre o assunto, qual seja, a Instrução CVM nº 509/11<sup>434</sup>, a CVM passou a exigir que os Comitês de Auditoria sejam previstos no estatuto, para os fins daquela norma<sup>435</sup>.

### **iii. Situação real nos estatutos das companhias abertas**

Para se ter real noção da relevância do tema da previsão estatutária dos Comitês nas companhias brasileiras, realizou-se para este trabalho pesquisa, com base em dados públicos<sup>436</sup>, nos estatutos das emissoras das ações que compõem o Ibovespa<sup>437</sup>.

<sup>433</sup> BULGARELLI teve problemas ao enfrentar problema de certa forma parecido, relativo à análise das omissões legais acerca da competência e responsabilidade dos membros do Conselho Fiscal. Considerando a heterogeneidade na composição do órgão, haveria diferentes implicações jurídicas conforme se considere o regime de competência orgânico ou individual.

BULGARELLI, Waldírio. *O Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998, p. 228 a 231.

No caso dos Comitês essa situação se mostra ainda mais grave, já que a lei é completamente omissa. Por essa razão, além das outras já expostas, é recomendável que os Comitês sejam previstos o mais detalhadamente possível nos estatutos, em todos os casos. Do contrário, poderá ser muito difícil avaliar as suas responsabilidades em confronto com o que dispõe a lei.

<sup>434</sup> Ver item “Instrução CVM nº 509/11”, p. 105.

<sup>435</sup> Artigo 31-B, inciso I.

Do levantamento realizado, verificou-se que 89% das companhias continham alguma previsão de Comitês no estatuto.

Quando os Comitês são previstos, em 55% dos casos, o estatuto dispõe sobre tais órgãos de forma bastante genérica, sem a especificação das suas atribuições e composição (estabelecendo requisitos de independência, por exemplo). Nesses casos, normalmente é prevista competência do Conselho de Administração para criar os Comitês necessários para o assessoramento das suas atividades<sup>438</sup>.

Como visto, contudo, não pode o Conselho de Administração criar outros órgãos, conforme a sua conveniência. Essa criação *a posteriori* dos Comitês, sem que haja a devida alteração estatutária, ignora o sistema legal, no que concerne à criação de órgãos nas companhias. Em última instância, essa prática negligencia a competência da assembleia para alterar o estatuto e decidir sobre os órgãos que devem compor a estrutura da administração da companhia<sup>439</sup>.

Já no restante dos estatutos analisados, que contém alguma previsão sobre os Comitês (45%), encontra-se disposição expressa sobre esses órgãos, sua composição e atribuições<sup>440</sup>. Verifica-se, inclusive, a convivência dos Comitês de Auditoria e dos Conselhos Fiscais em um mesmo estatuto, com a delimitação das funções de cada órgão.

<sup>436</sup> A data base da pesquisa é janeiro de 2011.

<sup>437</sup> Conforme informação fornecida pela BM&FBOVESPA:

“O Índice Bovespa [Ibovespa] é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. (...)”

Em termos de liquidez:

As ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BOVESPA.

Em termos de capitalização bursátil:

As empresas emissoras das ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa são responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na BOVESPA”.

<sup>438</sup> Um caso especialmente complicado verifica-se no estatuto da Companhia de Bebidas das Américas – Ambev, que, a despeito de fazer alusão expressa ao artigo 160, da Lei nº 6.404/76, não cria os Comitês. Apenas se informa que esses órgãos serão criados pelo Conselho de Administração (e não pelo estatuto, como prescreve a lei).

É o que dispõe o artigo 19, parágrafo 2º, do Estatuto da Ambev, de 28 de abril, de 2009:

“O Conselho de Administração poderá determinar a criação de comitês formados em sua maioria por membros do Conselho de Administração, definindo sua respectiva composição e atribuições específicas. Aplicar-se-á aos integrantes não-membros do Conselho de Administração a regra do art. 160 da Lei 6.404/76. Caberá aos ditos comitês a análise e discussão das matérias definidas como de sua competência, bem como a formulação de propostas e recomendações, para deliberação pelo Conselho de Administração.”

<sup>439</sup> A ressalva que se faz, nesse caso, refere-se à hipótese de criação dos Comitês dentro do próprio Conselho de Administração. Isso, entretanto, não é claro dos estatutos analisados. E, como já se mencionou, realmente não é a prática mais em voga (ver nota 369).

<sup>440</sup> Nesses casos, 52% dos Comitês criados são de auditoria (porcentagem essa que representa o reflexo do *Sarbanes-Oxley Act* nas companhias brasileiras).

Além disso, as previsões tratam de Comitês diversos, entre os quais se destacam o Comitê de Nomeação (também chamado de “Governança e Indicação”), de Remuneração e Especial Independente (relativo ao Parecer 35)<sup>441</sup>.

Nesses casos, deve ser feita ressalva com relação à ausência de previsões sobre a divulgação de relatórios de trabalhos, atas de reuniões etc. Não se costuma exigir, sequer, a divulgação ao mercado dos regulamentos que irão reger as atividades dos Comitês, tampouco os nomes e currículos dos seus membros.

---

<sup>441</sup> Além desses Comitês, encontrou-se menção a outras espécies de Comitês, tais como: de Alçada; de Controles Internos e *Compliance*; de Conduta Ética; de Gestão Integrada de Riscos e Alocação de Capital (ou “de Riscos”); de Gestão da Política de Investimentos Operacional; de Estratégia (ou “Estratégico”); de Recursos; de Desenvolvimento; de Negócios; de Governança e Sustentabilidade; Executivo; e Financeiro.

## CAPÍTULO VI – CONCLUSÃO

Os Comitês são mais uma alternativa encontrada na eterna (e quase utópica) busca por um sistema de administração que seja ao mesmo tempo (i) eficiente e (ii) livre de conflitos<sup>442</sup>.

No quesito eficiência, os Comitês se apresentam como órgãos especializados, que profissionalizam a gestão das companhias e, conseqüentemente, contribuem para que sejam utilizadas as melhores técnicas na gestão.

Quando o objetivo dos Comitês fica restrito à busca por eficiência, difícil é imaginar situações em que esses órgãos não sejam bem-vindos. Acionistas, controladores ou não-controladores, e administradores só têm a ganhar com o aprimoramento da eficiência na gestão da companhia.

Porém, o fator eficiência, por si só, não é o que justifica o clamor pelos Comitês no ambiente internacional. Pretende-se que esses órgãos atuem além da técnica, para identificar eventuais ocorrências que possam revelar alguma espécie de conflito de interesses.

Para que alcancem esse outro objetivo, a pesquisa realizada para o presente trabalho demonstrou que, na maior parte dos casos, será preciso prezar pela (i) independência dos membros dos Comitês, com relação às partes detentoras do “poder de dominação”<sup>443</sup> que se faça presente na companhia; e (ii) transparência dos trabalhos e conclusões alcançadas pelos Comitês. Esses dois elementos, combinados ou não, definirão a força dos Comitês para combater os conflitos de interesses que afetam companhias.

---

<sup>442</sup> “no fundo, quase quatrocentos anos volvidos sobre o despontar das primeiras sociedades anônimas, o regime da administração destas sociedades continua pré-ordenado àquele mesmo desígnio de permitir o domínio sobre a empresa a quem não ‘domina’ o capital social, ou, se preferir, de facultar a disseminação do capital sem a correspondente disseminação de poder dentro da sociedade.”

MAIA, Pedro. *Função e funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anônima*. Coimbra: Coimbra, 2002, p. 312.

<sup>443</sup> Expressão utilizada por COMPARATO, na sua famosa obra sobre o “poder de controle”. COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. cit., p. 16.

No Brasil, ainda que seja possível constatar a influência gerada pelo clamor internacional, a criação dos Comitês pelas companhias ainda não pode ser traduzida como uma busca por alternativas para a luta contra os problemas de conflito.

Não costuma haver preocupação nem mesmo com a transparência dos trabalhos dos Comitês – quesito este que é muito mais fácil de ser implantado do que o da independência. A prova disso se dá com a simples leitura dos estatutos das companhias. Mesmo quando há alguma previsão mais detalhada sobre esses órgãos, é muito raro haver a exigência de divulgação de relatórios ou mesmo atas das reuniões realizadas.

Assim, se nem mesmo os estatutos sociais costumam impor a transparência para os trabalhos dos Comitês, muito mais difícil será exigi-la com base na interpretação da lei, que, como visto, não trata com clareza nem desse, nem de muitos outros assuntos afetos à atividade dos Comitês.

Aliás, a omissão legal sobre os Comitês dá azo a debates jurídicos muito profundos, os quais podem conduzir às mais díspares conclusões. Em alguns casos será inevitável encarar, com algum grau de inovação, alguns dos problemas enfrentados na adaptação desses órgãos ao sistema local. É o que já se disse, por exemplo, sobre o problema dos conflitos de competências intraorgânicas e da extensão das funções de monitoramento dos Comitês.

Podem-se mencionar, ainda, os problemas de distribuição de responsabilidades em face da heterogeneidade na composição dos Comitês (que podem contar, ao mesmo tempo, com administradores, não-administradores e representantes dos acionistas, por exemplo), bem como a questão da redução ou aumento das responsabilidades dos membros do Conselho de Administração *vis-à-vis* a responsabilidade dos membros dos Comitês<sup>444</sup>.

Na medida em que as atividades dos Comitês se desenvolvam, propõe-se que esses e outros temas sejam objeto de trabalhos futuros, para garantir a coesão jurídica no processo de adaptação desses órgãos nas companhias nacionais.

---

<sup>444</sup> Problema esse enfrentado pela primeira vez no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/10. Ver nota 362 e texto relacionado.

Enquanto isso, este trabalho serviu para demonstrar parte do que já está disponível sobre o tema. Nesse ponto, chamam atenção as medidas das autoridades reguladoras, que fornecem algumas balizas para o que se espera dos Comitês. O problema da previsão estatutária, como visto, já pode ser interpretado conforme alguns nortes da CVM sobre o assunto. Assim como a questão da transparência está sendo melhor trabalhada nessa seara.

Enfim, o estudo dos Comitês faz transparecer alguns problemas clássicos do processo de importação de soluções que, originalmente, foram projetadas para funcionar em sistemas alienígenas. A consciência disso é a base para qualquer estudo que vise a analisar as possíveis formas de adaptação desses órgãos à realidade brasileira.

## BIBLIOGRAFIA

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governança das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina, 2010.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2006.

ARMOUR, John. JACOBS, Jack B.. MILHAUPT, Curtis J. *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets* in *Harvard International Law Journal*, vol. 52, number 1, 2011.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller, 1999.

BAINBRIDGE, Stephen M., *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II* in *UCLA School of Law, Law-Econ Research*, Paper nº 10-12, 2010.

BARNARD, Jayne W. *Institutional Investors and the new Corporate Governance* in *North Carolina Law Review*, nº 69, 1991.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense. 1977.

BHAGAT, Sanjai et. al. *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization* in *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*, vol. 1990, 1990.

BILL, Arthur H. *Audit Committee Guide*. New York: Bowne, 2008.

BLACK, Bernard S. *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice* in *UCLA Law Review*, vol. 39, 1992

BLACK, Bernard S. CARVALHO, Antonio Gledson de. GORGA, Érica, *An Overview of Brazilian Corporate Governance* in *Cornell Law Faculty Publications*. Paper nº 101, 2008.

BLAIR, Margaret M. *Reforming Corporate Governance: What history can teach us* in *Berkeley Business Law Journal*, 2003.



- BLAIR, Margareth M. *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington: The Brookings Institution, 1995.
- BRANCO, Adriano Castelo. *O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Universitária, 2007.
- BRAIOTTA, Louis, et AL. *The Audit Committee Handbook – Fifth Edition*. New Jersey: Wiley, 2010.
- BRATTON, William W., *Enron and the Dark Side of Shareholder Value - Georgetown Law Faculty Publications and Other Works in Tulane Law Review*, 2002.
- BRAUNBECK, Guillermo Oscar. *Determinantes da Qualidade das Auditorias Independentes no Brasil*. Tese – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2010.
- BRUDNEY, Victor. *The Independent Director: Heavenly City or Potemkin Village?* in *Harvard Law Review* volume 95, nº 3, 1982.
- BULGARELLI, Waldírio. *Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias* in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 50, 1983.
- BULGARELLI, Waldírio. *O Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1988.
- CADBURY, Adrian. *The Committee on Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee, 1992.
- CARMO, Eduardo de Souza. *Relações Jurídicas na Administração da S.A.* Rio de Janeiro: Aide, 1988.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 5ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2011.
- CHOI, Stephen. *Law, Finance and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets* in *Texas Law Review*, *Forthcoming Symposium*, 2002.
- COFFEE, John C. BLACK, Bernard S. *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation* in *Michigan Law Review*, vol. 92, 1994.

COFFEE, John C. Jr. *Inventing a Corporate Monitor for Transitional Economies in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation in The American of Society of Comparative Law*, volume 59, issue 1, 2011.

\_\_\_\_\_. *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor in Columbia Law Review*, vol. 91, nº 6, 1991.

\_\_\_\_\_. *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance in Columbia Law Review*, vol. 102, nº 7, 2002.

\_\_\_\_\_. *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications in Columbia Law School Center for Law and Economic Studies*, working paper nº 144, 1999.

\_\_\_\_\_, *A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ in Columbia Law and Economics*. Working Paper No. 274., 2005.

COLLIER, Paul and ZAMAN, Mahbub. *Convergence in European Corporate Governance: the audit committee concept in Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, 2005.

\_\_\_\_\_. *The rise of the audit committee in UK quoted companies: a curious phenomenon? in Accounting, Business & Financial History*. Volume 6, issue 2, 1996.

COMPARATO, Fabio Konder. *A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quorum nas assembleias gerais e reuniões do Conselho de Administração in Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

\_\_\_\_\_. *Aspectos Jurídicos da Macroempresa*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

\_\_\_\_\_. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

CONYON, Martin J. *Corporate Governance Changes in UK Companies Between 1988 and 1993 in Corporate Governance: An International Review*, vol. 2, issue 2, 1994.

CORDEIRO, Antonio Menezes Cordeiro. *Manual de Direito das Sociedades. Das Sociedades em Especial*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2007.

CORREIA, Luís Brito. *Os Administradores de Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina, 1993.

CROMME, Gerhard. *Corporate Governance in Germany and the German Corporate Governance Code in Corporate Governance: An International Review*, volume 13, nº 3, 2005.

\_\_\_\_\_. *Publication of the draft German Corporate Governance Code*, 2001, Düsseldorf. Disponível em:

[http://www.corporate-governance-code.de/eng/download/RedeDrCromme\\_e.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/eng/download/RedeDrCromme_e.pdf)

CRISTIANO, Romano. *Órgãos da Sociedade Anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

DAHYA, Jay, McCONNELL, John J. and TRAVLOS, Nickolaos H. *The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover*. *The Journal of Finance*, vol. 57, nº 1, 2002.

DAVIES, Paul L. *Principles of Modern Company Law*, 8th edition, Londres: Sweet & Maxwell, 2008.

\_\_\_\_\_. *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* working paper, 2001. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=262959>

DEAKIN, Simon. HUGHES, Alan. *Directors' Duties: Empirical Findings - Report to the Law Commissions*. University of Cambridge, 1999. Disponível em:

[http://www.justice.gov.uk/lawcommission/docs/lc261\\_Company\\_Directors\\_ESRC\\_Research.pdf](http://www.justice.gov.uk/lawcommission/docs/lc261_Company_Directors_ESRC_Research.pdf).

DOIDGE, Craig, et. al. *Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-listing Decision in The Journal of Finance*, vol. LXIV, nº 1, 2009.

EIZIRIK, Nelson, *Limites à atuação do Conselho Fiscal*. in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 84.

FALEYE, Olubunmi. HOITASH, Rani. HOITASH, Udi. *Advisory Directors*, 2011. Disponível em:

<http://ssrn.com/abstract=1866166>

FERRARINI, Guido, et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. New York: Oxford, 2004.

FICHTNER, Jason Royce. *The recent international growth of mandatory audit committee requirements*. International Journal of Disclosure and Governance, volume 7, número 3, 2010.

FOX, Merritt B. *Required Disclosure and Corporate Governance in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*. New York: Oxford.

FURUTA, Fernanda. *A relação das características das empresas com a adoção do Comitê de Auditoria X Conselho Fiscal adaptado*. Tese – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2010.

GILSON, Ronald J. *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function in Stanford Law and Economics Olin*. Working Paper nº 192, 2000.

GILSON, Ronald J. KRAAKMAN, Reinier H. *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors in Stanford Law Review*, vol. 43, nº 4, 1991.

GLAESER, Edward L. SHLEIFER, Andrei. *Legal Origins in Harvard Institute of Economic*. Research Paper nº 1920, 2001.

GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries in Forthcoming Northwestern Journal of International Law & Business*. 2009.

GOULDING, Simon. *Company Law – 2nd ed*. London: Cavendish, 1996.

HAMILTON, Robert W. *Corporate Governance in America 1950-2000: Major Changes but Uncertain Benefits in Journal of Corporation Law*, 25, 1999-2000.

\_\_\_\_\_. *The Crisis in Corporate Governance: 2002 Style in 40 Houston Law Review*, 2003.

HAMPEL, Ronnie. *Committee on Corporate Governance. Final Report*. London: Gee, 1998.

HART, Oliver. *Corporate Governance: Some Theory and Implications in The Economic Journal*, vol. 105, nº 430, 1995.

HERZEL, Leo. *Board of Directors versus Institutional Investors in Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlim; Nova York: de Gruyter, 1993.

HOFSTETTER, Karl. *One size does not fit all: Corporate Governance for 'Controlled Companies'* in *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, nº 31, 2005.

HOPT, Klaus J. *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*. New York: Oxford, 1998.

\_\_\_\_\_. *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation in The American of Society of Comparative Law*, volume 59, issue 1, 2011.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. *A theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms*, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nº 4, 1976.

JENSEN, Michael C., *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems* in *Harvard University Press*, 2000.

KALANSKY, Daniel. *Incorporação de Ações – Estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2011.

KEASEY, et al. *Corporate Governance – Accountability, Enterprise and International Comparisons*, New Jersey: Wiley. 2005.

KLEIN, April. *Firm Performance and Board Committee Structure* in *Journal of Law and Economics*, volume 41, nº 1, 1998.

\_\_\_\_\_. *Audit committee, board of director characteristics, and earnings management* in *Journal of Accounting and Economics*, v. 33, 2002.

KÖHLER, Annette G. *Audit Committees in Germany – Theoretical Reasoning and Empirical Evidence* in *Schmalenbach Business Review*, vol. 57, 2005.

KRAAKMAN, Reiner, et al. *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition, New York: Oxford, 2009.

LA PORTA, Rafael. et al. *Law and Finance* in *Journal of Political Economy*, volume 106, nº 6, 1998.

LA PORTA, Rafael. SILANES, Florencio Lopez. SHLEIFER, Andrei. *The Economic Consequences of Legal Origins* in *Journal of Economic Literature*, 46:2.

LA PORTA, Rafael. LOPEZ DE SILANES, Florencio. SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership Around the World* in *Harvard Institute of Economic Research Paper* n° 1840, 1998.

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

LAMY FILHO, Alfredo. *Remuneração do Conselho Consultivo com Participação nos Lucros* in *A Lei das S.A. - Pareceres*. Volume II, 2ª Edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Estrutura da Companhia* in *Direito das Companhias*, vol. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LANNOO, Karel. *A European Perspective on Corporate Governance* in *Journal of Common Market Studies*, volume 37, issue 2, 1999.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres – volume 1*. São Paulo: Singular, 2004.

LOPES, Alexandro Broedel. *Earnings Management and Corporate Governance: Legal and Regulatory Implications*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n° 158, 2011.

\_\_\_\_\_. *O Novo Regime Jurídico das Demonstrações Financeiras das Companhias Abertas Brasileiras: Algumas Implicações para o Direito Societário*, artigo inédito, [s.d.].

\_\_\_\_\_. *The relation Between Firm-Specific Corporate Governance, Cross-listing and the Informativeness of accounting numbers in Brazil*. Tese – Manchester Business School, 2009.

MACEY, Jonathan R. *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*. Princeton: Princeton University Press, 2010.

MAHER, Maria E. ANDERSSON, Thomas. *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*, 2000.

MAIA, Pedro. *Função e funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*. Coimbra: Coimbra, 2002.

MARTINS, Frans. *Comentários à Lei das Sociedades Anónimas*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

\_\_\_\_\_. *Curso de Direito Comercial*. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

- MCCONVILL, James. BAGARIC, Mirko. *Towards Mandatory Shareholder Committees in Australian Companies* in *Melbourne University Law Review*, vol. 28, 2004.
- MILHAUPT, Curtis J. PISTOR, Katharina. *Law and Capitalism – What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around the World*. Chicago and London: University of Chicago Press, 2008.
- MIZRUCHI, Mark S. *Berle and Means revisited: the governance and power of large U.S. corporations*. New York: Springer, 2004
- MOBLEY, Martin D., *Compensation Committee Reports Post-Sarbanes-Oxley: Unimproved Disclosure of Executive Compensation Policies and Practices* in, *Columbia Business Law Review*, 111, 2005.
- MORTIMORE, Simon. *Company Directors – Duties, Liabilities, and Remedies*. New York: Oxford. 2009.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado* in *Direito Societário, Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.
- \_\_\_\_\_. *Empresa Contemporânea e Direito Societário*. São Paulo: Juarez, 2002.
- MYERS, Patricia M., ZIEGENFUSS, Douglas E., *Audit committee pre-Enron efforts to increase the effectiveness of corporate governance* in *Corporate Governance*, vol. 6, 2006.
- NEVES, Vanessa Ramalhete Santos. *Responsabilidade dos Administradores das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Lumen, 2002.
- O'BRIEN, Justin. *Redesigning Financial Regulation*. New Jersey: Wiley, 2007.
- PALEPU, Krishna and HEALY, Paul M., *The Fall of Enron* in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, nº 2, 2003.
- PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedades por Ações*. 4º Volume, São Paulo: Saraiva, 1973.
- PERRY, Tod. ZENNER, Marc. *Pay for Performance? Government Regulation and the Structure of Compensation Contracts* in *Journal of Financial Economics*, nº 62, 2001..
- PISTOR, Katharina. et. Al. *The Evolution of Corporate Law - A Cross-Country Comparison* in *The University of Pennsylvania Journal of International*, volume 23, issue 4.

PONTES, Evandro Fernandes. *Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras*. Tese – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009.

QUICK, Reiner. TURLEY, Stuart. WILLEKENS, Marleen. *Auditing, trust and governance: regulation in Europe*. London: Taylor & Francis, 2008.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2008.

RIBEIRO, Renato Ventura. *Deveres de Diligência dos Administradores das Sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

ROE, Mark J. *A political theory of American corporate finance* in *Columbia Law Review* vol. 91, nº 1, 1991.

\_\_\_\_\_. *Chaos and Evolution in Law and Economics* in *Harvard Law Review*, 109, 1996.

\_\_\_\_\_. *Corporate Governance in Germany, Japan and America* in *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlim; Nova York: de Gruyter, 1993.

\_\_\_\_\_. *Takeover Politics* in *The Deal Decade*. Washington DC: Brookings Institution, 1993.

ROE, Mark J., BEBCHUK, Lucian A. *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership* in *Stanford Law Review*, vol. 52, 1999.

ROMANO, Roberta. *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered* in *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlim; Nova York: de Gruyter, 1993.

ROWLAND, Gregory S. *Earnings Management, the SEC, and Corporate Governance: Director Liability Arising from the Audit Committee Report* in *Columbia Law Review*, vol. 102, nº 1, 2002.

RYAN, Christopher. *Company Directors. Liabilities, Rights and Duties*. Oxford: CCH, 1990.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, 4ª ed., São Paulo: Malheiros, 2011.

SANTOS, Aline de Menezes. *A governança corporativa das empresas no Brasil: uma abordagem jurídica inspirada na nova economia institucional e na teoria organizativa*. Dissertação – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009.



STIGLER, George J. FRIEDLAND, Claire. *The Literature of Economics: The Case of Berle and Means* in *Journal of Law and Economics*, vol. 26, nº 2.

THOMSEN, Steen. *Convergence goes both ways: An alternative perspective on the convergence of corporate governance systems* in *European Business Organization Law Review*, vol. 4, 2003.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração da sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979.

TRICKER, Bob. *Corporate Governance – Principles, Policies, and Practices*. New York: Oxford, 2009.

VAFEAS, Nikos, THEODOROU, Elena. *The relationship between board structure and firm performance in the UK* in *The British Accounting Review*, volume 30, issue 4, 1998.

\_\_\_\_\_. *Audit Committees, Boards, and the Quality of Reported Earnings* in *Contemporary Accounting Research*, vol. 22, issue 4, 2005

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1959, v. 2.

VERSCHOOR, Curtis C. *Audit Committee Essentials*. New Jersey: Wiley, 2008.

WEIR, Charlie. LAING, David. MCKNIGHT, Phillip J. *Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies* in *Journal of Business Finance & Accounting*, nº 29, 2002.

XIE, Biao, DAVIDSON, Wallace N. and DADALT, Peter J. *Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee* in *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, 2001

YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

\_\_\_\_\_. *Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios*, artigo inédito, [s.d.].