



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UNB
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E CIÊNCIA
DA INFORMAÇÃO E DOCUMENTAÇÃO – FACE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – PPGA

RENATA MIRANDA FONTES

AVALIAÇÃO DA ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO A PARTIR
DOS PROCESSOS INSTAURADOS PELA CVM

BRASÍLIA – DF
2013

RENATA MIRANDA FONTES

**AVALIAÇÃO DA ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO A PARTIR
DOS PROCESSOS INSTAURADOS PELA CVM**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Administração do Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação da Universidade de Brasília.

Prof. Dr. Valmir Emil Hoffmann

**BRASÍLIA – DF
2013**

RENATA MIRANDA FONTES

**AVALIAÇÃO DA ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO A PARTIR
DOS PROCESSOS INSTAURADOS PELA CVM**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Administração do Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação da Universidade de Brasília.

Professor Doutor Valmir Emil Hoffmann
Programa de Pós-Graduação em Administração
Universidade de Brasília
Orientador

Professor Doutor Antonio Isidro da Silva Filho
Programa de Pós-Graduação em Administração
Universidade de Brasília
Examinador Interno

Professora Doutora Rosilene Marcon
Programa de Pós-Graduação em Administração
Universidade do Vale do Itajaí
Examinadora Externa

Data da banca: 21/02/2013

AGRADECIMENTOS

Antes mesmo de terminar essa pesquisa, resolvi começar a agradecer aos que me apoiaram nesse extenuante percurso. Possivelmente, essa decisão esteve relacionada ao meu cansaço mental e, em função deste, constantemente ficava com receio de deixar alguém de fora. Ao olhar para o início do trajeto, percebi que inúmeras pessoas contribuíram para a realização desse projeto, que intitulei “Meu Mestrado”.

Primeiramente, resolvi agradecer a mim, pois sem dúvida cursar um mestrado acadêmico aos 40 anos não é das tarefas mais fáceis, especialmente conjugando casa, família, estudo e trabalho. É certo que os anjos me ajudaram. E muito.

Contei com a generosidade de Nelson Piquet Souto Maior, que me permitiu conciliar minha atividade profissional com o mestrado. Se eu já o admirava antes por conduzir um carro de corrida de forma destemida, hoje essa admiração é ainda maior.

Tive a sorte de ter o Prof. Dr. Valmir Emil Hoffmann como meu orientador. Sem dúvida, a sua experiência foi primordial para que eu conseguisse finalizar esse trabalho. Não posso deixar de mencionar a inesquecível oportunidade de atuar como professora voluntária da UnB, que me foi proporcionada por ele. Talvez eu tenha aprendido mais do que meus alunos. Deixo aqui registrada a minha admiração, especialmente por ele ser aquela pessoa que nós, orientandos, precisamos. Há pressão e cobrança. Mas também há bom humor e acolhimento. Tudo na hora certa.

Os planos infalíveis de estudo que foram arquitetados em conjunto com alguns colegas de turma são algo que vou lembrar pra sempre. Com certeza, eles também sabem o quão importante foi estarmos unidos para superarmos os desafios constantes do mestrado. Por isso, agradeço ao Daniel, Léo, Paulo, Viviane e Rayssa pela confiança.

Fui contemplada com um ano e meio de estudo em inovação durante o mestrado. Digo isso porque o Prof. Dr. Eduardo Raupp de Vargas é uma referência no tema. Não há como não agradecer por sua paciência, dedicação e profissionalismo.

Agradeço também à Prof. Dr. Janann Joslin Medeiros por sua conduta exemplar à frente do PPGA. Sua serenidade e seu senso de justiça fazem esse mundo melhor.

Devo confessar que precisei de ajuda terapêutica nos últimos seis meses de mestrado. E, novamente, recebi o apoio de Cristina Arruda, com quem já havia trabalhado no passado. Sou muito grata a ela, pela escuta e acolhida.

Na minha família, agradeço a compreensão. Costumo ser bem dedicada a tudo que decido fazer. E com o mestrado, não podia ser diferente. Estive poucas vezes no Rio, minha cidade natal, em que minha mãe, irmã, irmão e sobrinha residem. E, pra mim, foi muito sacrificante não estar presente em diversas ocasiões importantes. Sei que eles também sentiram minha ausência nesse período. Porém, apesar disso, sempre tiveram palavras de incentivo para eu concluir essa jornada.

Sou grata ao meu pai pelo orgulho que sempre demonstrou ter de mim. Essa fé cega que ele tinha de que eu resolvo tudo é algo que me torna mais forte e me deixa mais disposta para superar os obstáculos que, às vezes, tendem a se multiplicar. Ao meu tio, eu agradeço por não cansar de dizer “essa menina vai longe!”. Minha admiração por ele era tanta, que ir longe se tornou uma das minhas obsessões. Espero estar atendendo às expectativas...

Ao Bento, eu agradeço por sempre exigir a minha presença. E por ter me distraído quando eu mais precisava. Eu não poderia ter escolhido um melhor companheiro!

À Cristina, eu tenho uma dívida eterna. Pelo suporte incondicional ao longo desses dois últimos anos. Pela leitura crítica do meu plano de pesquisa, lá no início, quando o “Meu Mestrado” parecia apenas um sonho distante. Pela paciência. Pelo cuidado. Pelo carinho.

E, por fim, eu agradeço ao Grande Mistério pela proteção. E por me guiar nessa estrada que é só minha. Que o seu Amor, sua Luz e Energia estejam sempre comigo!

*Se eu tivesse mais alma pra dar, eu daria. Isso
pra mim é viver.*

DJAVAN e CAETANO VELOSO

RESUMO

Essa pesquisa teve como objetivo avaliar a atuação dos Conselhos de Administração das companhias abertas brasileiras, que estiveram envolvidas em processos administrativos instaurados pelo órgão regulador do mercado de capitais. Fundamentada nos pressupostos das teorias da agência e dos *stakeholders*, a pesquisa contemplou a avaliação de 77 processos julgados entre 2007 e 2011. A análise de conteúdo foi o método de pesquisa utilizado, o que implicou a criação de uma grade de categorias. As evidências demonstram que os conselheiros reconhecem o poder do acionista controlador e se orientam pela maximização da riqueza deste. Ao servir aos interesses do controlador, o Conselho de Administração negligencia os interesses dos acionistas não controladores, especialmente quando esses, na presença de elevada concentração acionária, representam reduzido risco para as organizações. Os conselheiros não se percebem como monitores da gestão, privilegiando as tarefas de serviço, em especial a de aconselhamento, desconhecem a legislação pertinente e carecem da qualificação técnica necessária para lidar com a complexidade que cerca o mundo corporativo. Esses resultados permitem concluir que a atuação do Conselho de Administração está mais aderente às premissas da teoria da agência, embora seja necessário promover algumas adaptações diante da realidade brasileira.

Palavras-chave: Conselho de administração. *Stakeholder*. Conflitos de interesse. Processos administrativos sancionadores. Comissão de Valores Mobiliários.

ABSTRACT

This research aimed to evaluate the performance of the Board of Directors of Brazilian publicly-held companies, which were involved in administrative proceedings brought by local Securities and Exchange Commission. Based on the assumptions of agency theory and stakeholders theory, this research covered 77 administrative proceedings decided between 2007 and 2011. The research method used was content analysis, which involved the creation of five categories. The results show that directors recognize the power of controlling shareholders and are guided by the maximization of their wealth. Serving the interests of the controlling shareholders implies that the Board neglects the interests of minority shareholders, especially in the presence of high ownership concentration, which means they represent little risk to organizations. Directors do not perceive themselves as monitors, focusing on service tasks, in particular on advising managers. Also they are unaware of the current legislation and lack the technical skills required to deal with the complexity surrounding the corporate world. Therefore, the role of the Board is better explained by the agency theory, although it cannot be fully applied to the Brazilian reality.

Key words: Board of directors. Stakeholder. Conflicts of interest. Administrative proceedings. Brazilian Securities and Exchange Commission.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Quantidade de PAS.....	66
Figura 2: <i>Framework</i> da Pesquisa.....	70
Figura 3: Proporção das infrações cometidas	74
Figura 4: Quantidade de infrações por ICVM	74
Figura 5: Legislação agrupada por similaridade de codificação.....	79
Figura 6: Consolidação dos Acusados e Punidos	81
Figura 7: Quantidade de PAS em que figuram conselheiros e diretores como acusados	82
Figura 8: Atores predominantes	84
Figura 9: Atores agrupados por similaridade de codificação.....	85
Figura 10: Mapa de árvore das subcategorias em ausência de monitoramento ..	98
Figura 11: Mapa de árvore das subcategorias em assimetria informacional.....	121
Figura 12: Esquema referente à subcategoria fato relevante	122
Figura 13: Mapa de árvore referente às denúncias de <i>stakeholders</i>	127
Figura 14: Mapa de árvore das subcategorias em destruição de valor.....	134
Figura 15: Mapa de árvore das subcategorias em oportunismo.....	165

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Resumo dos trabalhos empíricos sobre a teoria da agência.....	33
Quadro 2: Resumo dos trabalhos empíricos sobre <i>stakeholders</i>	56
Quadro 3: Relação de PAS envolvendo companhias abertas, cujo julgamento foi desfavorável.....	67
Quadro 4: Grade de categorias.....	72
Quadro 5: Quantidade de infrações por artigo da LSA.....	76
Quadro 6: Acusados x Punidos.....	80
Quadro 7: Quantidade de atores mapeados nos PAS.....	83
Quadro 8: PAS codificados por subcategoria.....	169

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
AGO	Assembleia Geral Ordinária
CCP	Coordenação de Controle de Processos Administrativos
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CFO	<i>Chief Financial Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
DRH	Diretor de Recursos Humanos
DRI	Diretor de Relações com Investidores
FR	Formulário de Referência
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICVM	Instrução CVM
IGP-M	Índice Geral de Preços do Mercado
ITR	Informações Trimestrais
LSA	Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76)
MCA	Membro do Conselho de Administração
MCF	Membro do Conselho Fiscal
M&A	<i>Merger and Acquisition</i>
NACD	<i>National Association of Corporate Directors</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OPA	Oferta Pública de Ações

PAS	Processo(s) Administrativo(s) Sancionador(es)
PCA	Presidente do Conselho de Administração
PFE	Procuradoria Federal Especializada
P&D	Pesquisa & Desenvolvimento
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
SRI	<i>Stanford Research Institute</i>
SPS	Superintendência de Processos Sancionadores
SEP	Superintendência de Relações com Empresas
TC	Termo de Compromisso
TCO	Tele Centro Oeste Celular Participações S/A
UEL	Universidade Estadual de Londrina

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	14
1.1. PROBLEMA DE PESQUISA.....	16
1.2. OBJETIVOS	19
1.2.1. Objetivo Geral.....	19
1.2.2. Objetivos Específicos.....	19
1.3. JUSTIFICATIVAS	20
2. REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1. A TEORIA DA AGÊNCIA	21
2.1.1. Pesquisas empíricas sob a perspectiva da teoria da agência	26
2.2. A TEORIA DOS <i>STAKEHOLDERS</i>	43
2.2.1. Pesquisas empíricas fundamentadas na teoria dos <i>stakeholders</i>	49
3. MÉTODO DE PESQUISA	63
3.1. TIPO DE PESQUISA	63
3.2. AS FASES DA ANÁLISE DE CONTEÚDO	64
3.3. PROCEDIMENTOS PARA COLETA E ANÁLISE DOS DADOS	65
3.3.1. Pré-Análise.....	65
3.3.2. Exploração do Material.....	69
4. ANÁLISE DE RESULTADOS	74
4.1. ATORES QUE OCASIONARAM A INSTAURAÇÃO DOS PAS	79
4.2. AS FALHAS DE MONITORAMENTO DOS CONSELHEIROS.....	87
4.3. PRESENÇA DE ASSIMETRIA INFORMACIONAL	101
4.4. NEGLIGÊNCIA DOS INTERESSES DOS <i>STAKEHOLDERS</i>	127
4.5. AÇÕES QUE OCASIONARAM A DESTRUIÇÃO DE VALOR	134
4.6. CONDUTAS OPORTUNISTAS	143
5. CONCLUSÃO	171
REFERÊNCIAS	176

1. INTRODUÇÃO

Em sua grande maioria, as organizações são constituídas tendo prazo indeterminado de duração¹. Entretanto, ao longo dos anos, e considerando o ambiente dinâmico em que as organizações estão inseridas, ocorrem inúmeros eventos, o que torna a permanência no mercado um dos maiores desafios presente no mundo corporativo.

Com a finalidade de enfrentar esse desafio, muitos esforços têm sido dedicados ao encontro de soluções que venham a garantir a perenidade das organizações. Entre essas soluções está a governança corporativa que, há pelo menos duas décadas, vem merecendo destaque no campo da administração. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) assim a define:

É o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade (IBGC, 2009, p.19).

A governança corporativa tornou-se representativa no contexto organizacional na medida em que se apresenta como uma ferramenta voltada a solucionar conflitos de interesses, os quais são abordados pelas teorias da agência e dos *stakeholders* (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976; FREEMAN; REED, 1983; ARROW, 1984; EISENHARDT, 1989; FREEMAN et al., 2010).

Os defensores da teoria da agência sustentam que os indivíduos buscam, acima de tudo, o interesse próprio e, em decorrência disso, as decisões dos gestores nem sempre seriam as melhores sob a perspectiva dos acionistas (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976; ARROW, 1984; EISENHARDT, 1989). Além disso, a depender de sua propensão ao risco, o gestor pode optar por se comportar de maneira oportunista, agravando os problemas de agência. O oportunismo é abordado em profundidade pelos estudiosos da teoria dos custos de transação, e significa que os indivíduos podem empregar práticas inadequadas para alcançar um determinado objetivo, ou interesse próprio (WILLIAMSON, 1981a).

Nesse contexto, os teóricos da agência indicam um conjunto de mecanismos a fim de tornar os interesses de acionistas e gestores convergentes, e evitar o comportamento

¹ Os fundos de investimento privado, que no Brasil possuem um prazo de duração, em geral, de nove ou dez anos, constituem uma exceção à regra (RIBEIRO, 2005).

oportunista dos últimos. Dessa forma, além da própria legislação, sistemas de informação, de monitoramento e controle, conselhos de administração, incentivos, penalidades e auditorias independentes representam alguns dos mecanismos que são adotados pelos acionistas para obter o melhor desempenho dos gestores na condução dos negócios. Tais mecanismos representam os custos de agência, ou seja, os custos incorridos pelos acionistas para evitar ou impedir que os gestores tomem decisões que não maximizariam a riqueza daqueles.

Como também é possível observar na definição de governança corporativa, as organizações devem adotar boas práticas de governança a fim de facilitar o seu acesso ao mercado de capitais. Em geral, quando uma organização procura o mercado de capitais pela primeira vez, ela está interessada em se tornar uma companhia aberta, o que representa uma organização cujas ações podem ser admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários. Obter o registro de companhia aberta traz maior visibilidade à empresa e, na medida em que a organização promove o lançamento de ações, novos acionistas estarão viabilizando, por exemplo, projetos de expansão. Em resumo, com o lançamento de ações, a propriedade de uma companhia aberta é dividida entre vários acionistas.

No Brasil, assim como na maior parte das economias emergentes, predominam as organizações cuja propriedade está concentrada nas famílias ou em grandes grupos econômicos, o que pressupõe conflitos entre acionistas controladores e não controladores (KITAGAWA; RIBEIRO, 2012, p. 74). Quando a participação acionária é concentrada, de forma que o controlador exerce o domínio na empresa, o mesmo pode determinar a distribuição de lucros e privar os acionistas não controladores dos seus direitos (FAN; WONG, 2005, p. 38).

Importante ressaltar que os acionistas esperam retorno sobre o capital, o que é materializado por meio da distribuição de dividendos ou da valorização das ações. Contudo, tanto a distribuição de dividendos quanto a apreciação das ações dependem dos resultados alcançados pela organização que, por sua vez, estão atrelados ao desempenho dos gestores. Pelo exposto, percebe-se que uma gestão pouco comprometida tem o potencial de afetar a longevidade da organização e, em consequência, o patrimônio dos acionistas.

Assim, o conceito de governança corporativa também contempla os pressupostos da teoria dos *stakeholders*, os quais envolvem o processo de criação de valor no longo prazo (FREEMAN et al., 2010). Segundo seus defensores, todos os grupos que possuem interesses na organização podem afetar seu desempenho e, portanto, ocasionar impactos no seu processo de criação de valor. Mas o sentido também pode ser inverso, isto é, aqueles grupos, ou *stakeholders*, também podem ser afetados pela organização. Dessa maneira, os estudiosos da

teoria dos *stakeholders* defendem que os gestores são responsáveis por abranger, em suas decisões, todos os *stakeholders* (ou partes interessadas) na organização – clientes, fornecedores, empregados, governo, sociedade, entre outros – e não somente os acionistas (ou *shareholders*) (FREEMAN; REED, 1983; FROOMAN, 1999; FREEMAN et al., 2010).

Pretende-se, nesse trabalho, fazer uso desses dois arcabouços teóricos, a despeito das divergências entre eles, para investigar a atuação dos Conselhos de Administração, pois entende-se que a governança corporativa representa um elo que une a teoria da agência à dos *stakeholders*. A primeira procura mitigar os conflitos que porventura possam ocorrer entre acionistas e gestores. A segunda trata dos potenciais conflitos que eventualmente podem surgir entre as partes interessadas.

Ambas as teorias tratam de conflitos de interesses, os quais podem trazer reflexos negativos para o desempenho organizacional e, em consequência, para a sustentabilidade do negócio. E ambas ressaltam a importância do Conselho de Administração na resolução dos conflitos. Enquanto a teoria da agência aponta o Conselho de Administração como um mecanismo de monitoramento da gestão, a teoria dos *stakeholders* observa que tal órgão deve harmonizar os interesses das partes que podem afetar a organização ou ser afetadas pela mesma.

Apesar das discussões sobre as melhores práticas de governança corporativa, muitas questões permanecem abertas, algumas relacionadas ao Conselho de Administração que, de acordo com o IBGC (2009, p. 29), é “encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico”. Esse órgão colegiado, que, no Brasil, é obrigatório para as companhias abertas, é o objeto dessa pesquisa.

1.1. PROBLEMA DE PESQUISA

Para Rodrigues (2009), a separação entre a propriedade e a gestão das organizações, acentuada com a Grande Depressão nos Estados Unidos, ampliou a importância do Conselho de Administração, órgão que foi criado com a finalidade de supervisionar a gestão. A partir de então, esse colegiado passou a ser estudado em maior profundidade por entidades reguladoras, pesquisadores e diferentes instituições, a exemplo do IBGC e da *National Association of Corporate Directors* (NACD), especialmente no que tange à sua configuração ideal.

Embora já mencionado que o Conselho de Administração é responsável por fiscalizar a gestão dos diretores, cabe destacar as demais atribuições do órgão, considerando o que dispõe o artigo 142 da Lei das Sociedades por Ações (LSA): (a) fixar a orientação geral dos negócios, (b) eleger e destituir os diretores e fixar-lhes as atribuições, (c) convocar a assembleia geral, (d) manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria, (e) manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, (f) deliberar sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição, (g) autorizar a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros, e (h) escolher e destituir os auditores independentes. Desse modo, pelo item (a) destacado anteriormente, observa-se que o Conselho de Administração, representando o interesse dos acionistas, estabelece a estratégia que a organização deverá adotar, cabendo aos diretores garantir a sua execução. O IBGC (2009) está em consonância com a legislação, ao sugerir que o Conselho de Administração seja responsável por traçar as diretrizes estratégicas, prevenindo e administrando situações de conflitos de interesses, conforme pode ser observado na missão que lhe foi atribuída pelo instituto.

Proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas [...], de modo que cada uma receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta. (IBGC, 2009, p. 29).

Portanto, traçar uma estratégia eficaz, e garantir que esta seja executada com perfeição, resulta na criação de valor e, conseqüentemente, assegura a perenidade da organização. Uma vez que o Conselho de Administração possui referidas atribuições, é natural assumir que sua atuação é essencial para que a organização se perenize. Entretanto, é possível questionar o desempenho desse colegiado, em face dos recentes escândalos corporativos que envolveram a maior economia mundial, organizações centenárias e experientes executivos (KRUGMAN, 2009).

Somente as fraudes contábeis nos Estados Unidos, que somam mais de 30 na última década (Lehman Brothers, Bernard L. Madoff Investment Securities, AIG, Chiquita Brands International, Health South Corporation, Sunbeam, Merrill Lynch, ImClone Systems, Freddie Mac, Adelphia, Kmart, Homestore.com, CMS Energy, Bristol-Myers Squibb, Reliant Energy, Qwest Communications, AOL, Peregrine Systems, Nicor, Duke Energy, Worldcom, Mirant, Merck, Halliburton, El Paso Corporation, Dynergy, Enron, Xerox, Computer Associates, Unify Corporation, MicroStrategy), demonstram que ainda há muito o que ser desvendado no

mundo corporativo, especialmente porque muitas das organizações que infringiram as normas contábeis, conforme relação anterior, deixaram de existir. Essa realidade sugere problemas quanto ao processo de criação de valor e a perenidade das organizações.

No Brasil, os Processos Administrativos Sancionadores (PAS) são, em algum nível, semelhantes aos escândalos contábeis que ocorreram nos Estados Unidos e, por isso, podem oferecer subsídios para ampliar a compreensão sobre o campo organizacional, em especial sobre os reflexos da atuação dos Conselhos de Administração nas organizações.

Os PAS são instaurados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia responsável pela fiscalização e inspeção das companhias abertas brasileiras, as quais devem cumprir um conjunto de exigências impostas pelo órgão regulador. De acordo com o artigo 9º da Lei nº 6.385/76, a CVM poderá apurar atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado, e aplicar penalidades aos autores das infrações, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

Geralmente, a instauração de um PAS é precedida por inquérito, em que a CVM pode apurar os indícios de atos ilegais ou violadores da regulamentação e de práticas não equitativas no mercado de capitais. Não obstante, como não existe acusação dos indiciados no inquérito, a CVM guarda o sigilo das investigações promovidas.

Após a apuração dos fatos e, se entenderem haver provas suficientes, a Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) e a Procuradoria Federal Especializada (PFE) devem elaborar relatório, contemplando nome e qualificação dos acusados, narrativa dos fatos investigados, análise da autoria das infrações apuradas e dos dispositivos legais ou regulamentares infringidos. A título de exemplo, a CVM pode suspeitar do comportamento da ação de determinada companhia em certo pregão e, em função disso, requerer explicações junto ao Diretor de Relações com Investidores (DRI), executivo que responde pela companhia perante a CVM.

Com base no relatório emitido pela SPS e PFE e, desde que haja elementos suficientes de autoria e materialidade da infração, qualquer Superintendência da CVM poderá elaborar o Termo de Acusação. A partir disso, o acusado será intimado, pela Coordenação de Controle de Processos Administrativos (CCP), a apresentar sua defesa no prazo máximo de 30 dias.

Cabe notar que, na intimação, o acusado será advertido da possibilidade de propor a celebração de Termo de Compromisso (TC), que implica celebrar um acordo com o órgão regulador, a fim de evitar a instauração do PAS. Apenas para dar uma ideia do que isso representa, em média, foram celebrados 62 TCs por ano junto à CVM ao longo de 2010, 2009

e 2008, superando a média de PAS julgados pela autarquia no mesmo período, equivalente a 42. Todos os TCs estão publicados no sítio da CVM (www.cvm.gov.br).

Se depois de intimado, o acusado não demonstrar interesse por submeter um TC à aprovação da CVM, o PAS será instaurado e, a partir daí, as informações relativas aos respectivos despachos, datas de julgamento e decisões do colegiado tornam-se disponíveis no sítio da autarquia. Vale observar que esse rito processual, o qual contempla diferentes etapas, traz um conjunto de informações que podem facilitar a compreensão dos principais problemas enfrentados pelas companhias abertas brasileiras, os quais guardam uma relação com a atuação do Conselho de Administração.

Acredita-se, portanto, que analisar os PAS poderá trazer informações que permitam verificar a atuação dos Conselhos de Administração, bem como sua aderência aos pressupostos das teorias da agência e dos *stakeholders*. Conforme salientado em pesquisa realizada por Rutherford e Buchholtz (2007), são necessários estudos que examinem o funcionamento dos Conselhos de Administração, pois, segundo Zahra e Pearce (1989), poucas pesquisas documentam as evidências a respeito do que os Conselhos de Administração realmente fazem. Dessa maneira, pretende-se responder à seguinte pergunta:

Como atuaram os Conselhos de Administração das companhias abertas envolvidas nos PAS?

1.2. OBJETIVOS

Esta seção é dedicada à apresentação dos objetivos desta pesquisa. Inicialmente, apresenta-se o objetivo geral e em seguida são apresentados os objetivos específicos.

1.2.1. Objetivo Geral

O objetivo geral desta pesquisa é avaliar a atuação dos conselheiros de administração das companhias abertas envolvidas em julgamentos desfavoráveis conduzidos pela CVM.

1.2.2. Objetivos Específicos

Os objetivos específicos desta pesquisa consistem em:

- 1.2.2.1. Assinalar os atores que ocasionaram a instauração dos PAS; e Identificar se os conselheiros de administração...
- 1.2.2.2. Falharam ao monitorar a gestão,
- 1.2.2.3. Protegeram a simetria informacional,
- 1.2.2.4. Negligenciaram os interesses dos *stakeholders*,
- 1.2.2.5. Contribuíram para a destruição de valor, e
- 1.2.2.6. Impediram a conduta oportunista da gestão.

1.3. JUSTIFICATIVAS

O estudo dos Conselhos de Administração sempre suscitou o interesse de pesquisadores no campo organizacional, em função da sua relevância para o desempenho das empresas e do seu papel decisivo para a estratégia corporativa (ZAHRA; PEARCE, 1990). Com diferentes objetos, a pesquisa avança no sentido de estabelecer relações, tanto no sentido das boas práticas como no sentido de entender os comportamentos não adequados.

Com os escândalos corporativos nos EUA, os quais resultaram no desaparecimento de inúmeras organizações e na redução de milhares de postos de trabalho, os Conselhos de Administração novamente voltaram para o centro das discussões. Situação semelhante ocorreu no Brasil, quando os chamados derivativos tóxicos trouxeram prejuízos para diversas empresas, tanto companhias fechadas – Tok&Stok, Santa Elisa e Tecsis –, quanto companhias abertas, como Sadia S/A e Aracruz Celulose S/A. As duas últimas foram incorporadas por concorrentes, pois as perdas com aqueles instrumentos financeiros inviabilizaram a sua continuidade (VALENTI, 2012). Essas situações servem de motivação para essa pesquisa.

Entende-se que, na medida em que conselheiros ou diretores de companhias abertas são condenados pela CVM por alguma irregularidade, surge um alerta de que esses conselheiros não estão exercendo suas atribuições de forma competente ou no melhor interesse das organizações, o que revela, além de uma questão ética, uma distorção entre o que é esperado desses profissionais e aquilo efetivamente entregue pelos mesmos.

Investigar a atuação dos Conselhos de Administração, a partir de situações problemáticas, pode contribuir de diferentes maneiras. Os conselheiros terão a percepção daquilo que necessita ser aprimorado para o pleno exercício de suas atribuições e a CVM poderá aperfeiçoar os aspectos regulatórios. Dessa forma, além de ampliar a compreensão sobre o tema, o mercado de capitais brasileiro poderá sair fortalecido e atrair mais

investimentos. Conforme salienta Guerra (2009), estudos empíricos sobre Conselhos de Administração no Brasil podem fornecer elementos que resultem em uma governança corporativa mais sólida.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo, organizado em duas seções, são apresentadas as teorias em que esta pesquisa estará fundamentada. A primeira seção aborda a teoria da agência, que versa sobre conflitos de interesses. Além de apresentar as razões que implicam a existência desses conflitos, serão apresentados os mecanismos que têm como função primordial mitigá-los. Dentre esses mecanismos, encontra-se o Conselho de Administração.

Nessa mesma seção, será introduzido o conceito de oportunismo, que foi amplamente discutido na teoria dos custos de transação. O oportunismo é a principal contribuição da teoria dos custos de transação para esse trabalho, especialmente pela relação que guarda com as demais teorias aqui apresentadas. Segundo Eisenhardt (1989) as teorias da agência e a dos custos de transação são similares, uma vez que partilham as premissas de interesse próprio e da racionalidade limitada.

A segunda seção traz os pressupostos da teoria dos *stakeholders*, assim como as críticas que foram desferidas à mesma. Sob essa perspectiva, os Conselhos de Administração devem harmonizar os interesses das partes interessadas, garantindo a criação de valor e, em consequência, a sustentabilidade das organizações.

Ao final das duas seções, será elaborado um resumo dos trabalhos empíricos que utilizaram tais teorias nos últimos dez anos, a fim de evidenciar suas contribuições e evidenciar as lacunas de pesquisa existentes.

2.1. A TEORIA DA AGÊNCIA

A teoria da agência obrigatoriamente aborda conflitos de interesses, seja no contexto do trabalho em equipe ou no caso da separação entre o controle e a propriedade nas organizações.

Alchian e Demsetz (1972) abordaram a relação de agência no contexto do trabalho em equipe, discutindo os problemas relacionados à distribuição de recompensas de acordo com a

produtividade. Para Ross (1973), uma relação de agência ocorre entre duas (ou mais) partes quando uma delas, designada agente, atua em nome de, ou como representante da outra, designada principal, em problemas decisórios específicos. Segundo essa definição, é possível enquadrar os executivos das companhias abertas brasileiras como agentes, uma vez que eles são apontados para gerir as organizações.

Alchian e Demsetz (1972) argumentavam que o trabalho em equipe torna possível o gazeio, o qual representa a predisposição do indivíduo para fazer algo pela metade ou de forma irresponsável. O gazeio pode acarretar na produção ineficiente ou, até mesmo, na perda da credibilidade da organização. A partir dessa observação, algumas questões importantes foram levantadas pelos autores. Como apontar o funcionário responsável pelo trabalho não conforme? Como recompensar os membros da equipe de forma que os mesmos se sintam motivados a trabalhar com eficiência? E como garantir que a equipe trabalhe a plena capacidade a fim de que a organização alcance a maximização dos lucros? Alchian e Demsetz (1972) defendiam que a solução para o gazeio seria a contratação de um monitor, responsável por observar o comportamento dos membros individuais e imprimir disciplina à equipe de trabalho.

Assim, os conselheiros podem ser vistos como monitores contratados pelos acionistas para garantir que os responsáveis pela gestão da organização estejam imbuídos do espírito de criar valor ao negócio, evitando o gazeio, na denominação de Alchian e Demsetz (1972), ou o oportunismo, conceito introduzido por Oliver E. Williamson ao discutir a teoria dos custos de transação. Portanto, caberia ao órgão colegiado fiscalizar a atuação dos executivos.

Jensen e Meckling (1976), por sua vez, direcionaram seus esforços para a análise das implicações comportamentais resultantes dos contratos estabelecidos especificamente entre proprietários-gestores da firma e investidores. Para tais autores, a relação de agência seria definida como um contrato por meio do qual uma pessoa (principal) contrata um indivíduo (agente) para desempenhar determinada atividade em seu favor, ocorrendo a delegação de autoridade para o agente.

Esses autores sustentavam que, se ambas as partes buscam maximizar sua riqueza, há razões suficientes para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal, premissa que se encaixa perfeitamente na definição de oportunismo de Williamson (1981a). Dessa forma, cabe ao principal limitar as divergências de interesses, atribuindo incentivos ao agente e incorrendo em custos de monitoramento a fim de evitar que o mesmo tome decisões equivocadas.

Jensen e Meckling (1976) partiram do princípio de que os aspectos referentes à elaboração de arranjos contratuais que garantam incentivos adequados ao agente de forma que este faça as escolhas que irão maximizar a riqueza do principal, estariam superados. Todavia, esse argumento não é compartilhado por alguns autores, os quais defendem que “o contrato incompleto é o melhor que se pode obter” (WILLIAMSON, 1981a, p. 554).

Pelo que foi destacado anteriormente, Jensen e Meckling (1976) adotaram a premissa do comportamento oportunista, especialmente relacionado aos agentes. Williamson (1981a) afirmava que o oportunismo se refere à divulgação incompleta e distorcida de informações, especialmente aos calculados esforços para confundir ou ofuscar os outros, podendo contemplar ainda a mentira, o roubo e a trapaça. Williamson (1981a) também assinalava que é muito caro distinguir os atores oportunistas dos não oportunistas. Entretanto, Johanson e Mattsson apud Foss e Koch (1996) não consideram o oportunismo como uma característica básica dos atores. Tais autores entendiam ser a confiança o conceito mais apropriado, ao menos na abordagem de redes.

Segundo Jensen e Meckling (1976), o proprietário-gestor que detém 100% de participação acionária em uma organização toma decisões que maximizam o seu resultado. Entretanto, quando este proprietário, que também é gestor da firma, vende parte de suas ações para investidores, são gerados custos de agência pelos interesses divergentes de ambas as partes. Como o proprietário-gestor participa do processo decisório da firma, é razoável acreditar que ele irá se apropriar de privilégios sustentados pela firma para consumo próprio, especialmente porque a partir do momento em que ele conta com novos sócios, os resultados passam a ser divididos.

Considerando que resultados são compostos por receitas e despesas, decidir por uma despesa que irá trazer benefícios não pecuniários para o proprietário-gestor significa arcar somente com uma fração dessa despesa (proporcional à participação acionária que o mesmo possui na firma). Contudo, Jensen e Meckling (1976) argumentavam que tais atitudes seriam limitadas pelas atividades de monitoramento impostas pelos investidores. Tais atividades ocasionam os famosos custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) ressaltaram ainda que o conflito de agência de maior relevância é aquele que envolve a dedicação do proprietário-gestor aos negócios da firma, que seria reduzida em função de sua menor participação acionária. Em outros termos, isso significa que quanto menor a participação do proprietário-gestor, menor será sua dedicação no comando da organização, o que poderá comprometer a sua competitividade no mercado. Os autores acreditavam que seria possível alterar esse comportamento inadequado com o

estabelecimento de políticas de remuneração que propiciassem alinhar os interesses do proprietário-gestor aos dos demais acionistas. Contudo, acontecimentos recentes sugerem a revisão desta estratégia. Para Miller e Sardais (2011), por exemplo, os esforços devem ser realizados para assegurar que proprietários e gestores sejam incentivados a alcançar os interesses da organização no longo prazo.

Sob uma perspectiva econômica, Arrow (1984) ampliou a percepção sobre a relação principal-agente, desconsiderando a questão de o agente representar o principal, isto é, tomar decisões em seu nome. O autor salientava que a relação de agência está presente no contexto econômico, pelo menos de forma análoga, a partir da presença de um elemento comum, ou seja, de dois indivíduos. Um deles – o agente, segundo o autor, escolhe a ação a partir de um universo de alternativas. Essa ação afeta a riqueza tanto do agente quanto do segundo indivíduo, que no caso é o principal. Por sua vez, o principal, possui a função de estabelecer as regras de remuneração do agente, antes deste escolher a ação a ser executada.

Arrow (1984) argumentou também que a ação do agente não é diretamente observável pelo principal, embora afete o resultado. Apesar disso, este não é determinado exclusivamente por ela. A partir daí, o autor abordou dois problemas resultantes da relação principal-agente, denominados de *hidden-action* (ou *moral hazard*) e *hidden-information* (ou *adverse selection*).

O primeiro está relacionado ao esforço do agente, que pode ser entendido como a dedicação do agente quanto à ação a ser tomada. Em outros termos, quanto maior a dedicação do agente, maiores as chances de que este obtenha êxito na ação. No entanto, o esforço fere o pressuposto da maximização dos recursos, pois representa uma não otimização da utilidade do agente. Para simplificar o entendimento do que significa o problema de *hidden-action*, Arrow (1984) abordou a relação médico-paciente, em que o médico, detentor de um conhecimento superior ao do paciente, afeta a saúde desse último a partir das ações que escolhe. Entretanto, ele não sofre impacto algum decorrente da ação selecionada. Por outro lado, o paciente, que representa o principal, não possui condições de verificar se as ações escolhidas pelo médico, o qual se enquadra no papel de agente, são as mais adequadas. Partindo para o mundo organizacional, o autor afirmava que o acionista (principal) não tem como averiguar em detalhes se o gestor (agente) está tomando as decisões apropriadas.

No que se refere ao problema de *hidden-information*, Arrow (1984) argumentava que o agente possui mais informações do que o principal. Essas informações embasariam as ações do agente. Contudo, o principal desconhece se as informações foram utilizadas pelo agente com a finalidade de lhe trazer maiores benefícios. O autor trouxe o exemplo do seguro de vida

para demonstrar o problema de *hidden-information*. Arrow (1984) ressaltava que as seguradoras, por exemplo, desconhecem os segurados que possuem maiores chances de morrer cedo, devido à heterogeneidade da população. Dessa forma, se o mesmo prêmio for cobrado pela seguradora, os segurados com maior risco estarão mais dispostos a pagar pelo seguro de vida, o que levará à alocação ineficiente de recursos pela seguradora. Dessa maneira, é possível notar que a assimetria de informações é inerente às relações de agência. Em termos corriqueiros, a assimetria informacional representa o desequilíbrio na distribuição das informações no mercado. Segundo Williamson (1993), em se tratando de situações caracterizadas por assimetria informacional, os agentes normalmente gozam de vantagens em comparação ao principal.

Com base nos dois problemas apresentados, Arrow (1984) desenvolveu modelos com a finalidade de abranger as especificidades discutidas. Porém, o autor concluiu que a prática difere substancialmente daquilo previsto nos modelos que abordam a relação principal-agente, a exemplo dos incentivos concedidos a executivos, visto que os mesmos incorporam mais elementos do que somente lucros e taxas de retornos. Entre as limitações dos modelos econômicos, Arrow (1984) apontava os elevados custos referentes à elaboração de contratos, as diversas formas de monitoramento e os limitados sistemas de punição e recompensa.

A abordagem de Arrow (1984), no que tange à definição da relação de agência, é partilhada por Eisenhardt (1989). Para a autora, a teoria da agência teria como objetivo auxiliar na resolução de dois problemas específicos: (i) o conflito existente entre os desejos do agente e do principal e (ii) a predisposição ao risco. Em resumo, não há como o principal identificar se o agente estaria se comportando de forma adequada, o que significa que Eisenhardt (1989) assume que a informação está distribuída de forma assimétrica na organização. Além disso, em decorrência de sua disposição de correr riscos, o principal poderia preferir atuar de maneira diferente daquela escolhida pelo agente.

Segundo Eisenhardt (1989), duas correntes abordam a teoria da agência. A primeira, conhecida como positivista, da qual Michael Jensen é um dos autores mais representativos, volta a sua atenção quase que exclusivamente para as relações de agência envolvendo proprietários e gestores de grandes corporações, procurando identificar os mecanismos de governança adequados para solucionar os problemas de agência. Entre esses mecanismos, está o contrato orientado a resultados (comissões, *stock option plans*, governança de mercado), que deve impedir o comportamento oportunista da gestão, uma vez que ele alinha os interesses e as preferências dos proprietários e dos agentes. Adicionalmente, sistemas de informações também evitariam a conduta oportunista dos gestores, uma vez que aqueles sistemas

deixariam o principal informado sobre as ações dos agentes. Em outros termos, a assimetria informacional seria revertida em simetria de informações (EISENHARDT, 1989, p. 61).

A segunda perspectiva está representada pelos pesquisadores da relação principal-agente em um escopo mais amplo. Neste caso, são examinadas as relações entre empregador-empregado, cliente-fornecedor, advogado-cliente, de forma a determinar o contrato ideal a ser utilizado, com base no grau de incerteza quanto a resultados, na aversão ao risco e na disponibilidade de informações. A partir da combinação dessas premissas, múltiplos casos podem ocorrer, os quais foram apresentados em detalhes por Eisenhardt (1989).

A autora resumiu as principais contribuições da teoria da agência para o pensamento organizacional: a importância dos incentivos, a busca do interesse próprio, a relevância da informação e a aversão ao risco. Dentre as contribuições destacadas, é de fundamental importância para essa pesquisa aquela referente à informação. Segundo a autora, a informação é uma *commodity* e, portanto, pode ser adquirida. Esse argumento explicita o importante papel desempenhado pelos sistemas formais de informações, como o orçamento e o Conselho de Administração, os quais devem ser utilizados para controlar o comportamento da gestão. A autora sugere que o desempenho do Conselho de Administração, em termos operacionais, pode ser medido pela frequência das reuniões, quantidade de comitês, número de conselheiros com larga experiência na indústria ou com mandato longo, e número de conselheiros representando grupos específicos de acionistas.

Fama e Jensen (1983b), ao pesquisarem a separação entre propriedade e controle, sustentaram que o Conselho de Administração representa o fator mais importante no sistema de controle de decisão em uma organização, pois esse órgão tem o poder de contratar, demitir e definir a remuneração dos gestores.

Eisenhardt (1989) realizou uma série de recomendações para os pesquisadores da teoria da agência, convidando-os a concentrarem sua atenção nos sistemas de informações, na incerteza dos resultados e no risco, de forma que seja possível avançar o conhecimento sobre tópicos familiares como remuneração, alianças estratégicas e relações com o Conselho de Administração.

2.1.1. Pesquisas empíricas sob a perspectiva da teoria da agência

Vários trabalhos foram conduzidos a partir da teoria da agência. A fim de trazer as recentes discussões envolvendo essa teoria, um resumo contemplando os autores, o ano de

publicação, o objetivo, o método e os resultados alcançados pelas pesquisas é apresentado no Quadro 1.

De forma geral, no Brasil, é possível perceber que os estudos que empregaram a teoria da agência abordando os Conselhos de Administração procuraram relacionar o *turnover* de diretores executivos com a independência dos conselheiros, o desempenho organizacional com a composição do colegiado, e estudar as suas atribuições (SILVA; MORAES, 2004; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006; CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2011).

Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2011), a partir de uma revisão das teorias da agência, *stewardship* e dependência de recursos, exploraram as atividades externas do Conselho de Administração, inferindo que, além da função predominante de assessorar e monitorar os gestores, os conselheiros têm incorporado outras atividades como, por exemplo, prestar auxílio na obtenção de recursos e estabelecer relacionamentos com o ambiente externo.

Conselhos de Administração de instituições bancárias também foram o centro das atenções de estudiosos. Zagatti e Ribeiro (2005) concluíram que as características dos Conselhos de Administração dos três maiores bancos privados brasileiros eram aderentes à configuração ideal para aquele colegiado, conforme proposta constante do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC. Ferreira e Quelhas (2007), por sua vez, investigaram as deliberações do Conselho de Administração de um dos maiores conglomerados financeiros do Brasil, para avaliar se os critérios observados no processo decisório eram aderentes aos conceitos de sustentabilidade, às ferramentas de gestão estratégica e aos códigos de melhores práticas de governança corporativa abordados na literatura.

Ainda no que se refere ao processo decisório, Carvalho e Longo (2002), em estudo de caso promovido junto à Universidade Estadual de Londrina (UEL), concluíram que a maioria dos conselheiros entrevistados afirmou não receber informações adequadas para embasar as decisões relativas aos processos que formavam a pauta das reuniões.

Vários pesquisadores brasileiros aplicaram a teoria da agência no estudo de diferentes arranjos organizacionais, como é o caso de cooperativas, clubes de futebol, operadoras de planos de saúde e entidades sem fins lucrativos (SATO, 2007; LIMA; ARAÚJO; AMARAL, 2008; ECCO et al., 2010; REZENDE; DALMÁCIO; PEREIRA, 2010; ALMEIDA; SCARPIN, 2011). Seus autores basicamente procuraram identificar os atores que representam

o agente e o principal para, em seguida, mapear os conflitos existentes. Na maior parte das vezes, essas pesquisas contemplam estudos de caso.

Deve-se salientar que existem diferentes percepções em relação aos atores que figuram como agente e principal. É possível observar que um ator pode exercer o papel de agente e de principal, a depender da relação evidenciada (SATO, 2007), bem como perceber que o papel do principal pode ser atribuído ao Conselho de Administração (FERNANDES; MACHADO, 2011), o que vai de encontro ao que pressupõe a teoria da agência.

Ainda no Brasil, as relações de agência não foram pesquisadas exclusivamente nos limites do ambiente organizacional. Godoy e Marcon (2006), por exemplo, estudaram os custos de agência decorrentes de conflitos familiares ocasionados por promoções ou transferências realizadas em instituição financeira privada. Alguns pesquisadores, também no país, adotaram o ensaio teórico para abordar a teoria. Foi o caso de Saito e Silveira (2008) ao analisar a contribuição de Jensen e Meckling (1976) para o tema, e Silva, Sousa e Leite (2011) ao investigar a repartição dos resultados entre cooperados. Saito e Silveira (2008) concluíram que o equacionamento dos problemas de agência permanece como um desafio a ser superado.

No exterior, as pesquisas envolvendo teoria da agência e Conselho de Administração foram aplicadas em diversos países. Irlanda, Austrália, Canadá, Itália, Índia, Suíça, Reino Unido, Taiwan e Estados Unidos são alguns exemplos.

Um dos assuntos mais presentes nos artigos científicos elaborados por pesquisadores estrangeiros é a independência dos Conselhos de Administração que, segundo os teóricos da agência, seria fundamental para garantir o monitoramento da gestão (FAMA; JENSEN, 1983b; EISENHARDT, 1989). Algumas pesquisas, de natureza quantitativa, procuraram verificar o impacto da independência dos Conselhos de Administração, ou dos Comitês de Auditoria e de Remuneração, no valor de mercado das empresas ou na divulgação voluntária de informações, porém apresentaram resultados mistos.

Cotter e Silvester (2003), por exemplo, não conseguiram confirmar a hipótese de que o valor de mercado das empresas estaria associado à independência dos Comitês de Auditoria e de Remuneração. Entretanto, Jackling e Johl (2009) identificaram uma relação positiva entre a composição do Conselho de Administração, em termos da presença de conselheiros externos, e o desempenho organizacional medido pelo Q de Tobin.

Donnelly e Mulcahy (2008), por seu turno, concluíram que quanto maior a proporção de conselheiros não executivos ou independentes no colegiado, maior é o nível de divulgação voluntária de informações, o que reduz, assim, a assimetria informacional. Este resultado

também foi compartilhado pelo estudo elaborado por Rutherford e Buchholtz (2007). Já Setia-Atmaja (2009) constatou que a concentração acionária possui um impacto negativo na independência do Conselho de Administração, ou seja, empresas familiares, por exemplo, apresentam uma menor proporção de conselheiros independentes atuando no colegiado.

A independência dos Conselhos de Administração também foi analisada por meio de entrevistas, conduzidas junto a conselheiros e executivos, que procuraram explicitar os critérios para a seleção dos conselheiros, investigar o papel desempenhado pelos conselheiros não executivos, analisar a assimetria informacional e, até mesmo, o envolvimento do Conselho de Administração na determinação da estratégia corporativa (O'HIGGINS, 2002; NOWAK; MCCABE, 2003; ROBERTS; MC'NULTY; STILES, 2005; RUIGROK; PECK; KELLER, 2006).

Ainda em relação à independência dos conselheiros, Zattoni e Cuomo (2010) pesquisaram os códigos de governança corporativa, publicados ao redor do mundo, observando que o conceito de independência difere entre os países. Os autores constataram também que a teoria da agência e a busca pela adequada demografia do Conselho de Administração tendem a dominar as recomendações constantes dos códigos relativos à governança corporativa.

Outro aspecto que mereceu atenção de estudiosos refere-se à remuneração dos administradores. Lin (2005), por exemplo, ao estudar a influência do monitoramento exercido pelos Conselhos de Administração sobre a remuneração dos CEOs, detectou a existência de uma correlação negativa entre aquela atividade e a remuneração do executivo principal. Isto indica que quanto mais efetivo for o Conselho de Administração, menor será a remuneração do CEO, comprovando a premissa de que monitoramento e remuneração são mecanismos substitutos.

Sheu, Chung e Liu (2010) investigaram a relação entre a divulgação voluntária da remuneração global de conselheiros e gestores e o valor de mercado das empresas. Os autores identificaram um efeito positivo, e significativo, da divulgação da remuneração dos administradores no valor de mercado da firma, especialmente para as empresas que apresentavam mecanismos frágeis de governança.

A divulgação de informações foi objeto da pesquisa conduzida por Labelle e Martinez (2008), que estudaram as possíveis relações entre a divulgação de alertas ao mercado, relativos a desempenho (*profit warning*), e os mecanismos de governança utilizados pelas organizações. Os autores constataram que determinados mecanismos de governança como, por exemplo, planos de opção de compra de ações, geram menos incentivos para os

administradores divulguem alertas ao mercado, devido aos efeitos negativos que esses podem ocasionar em seu patrimônio.

O Conselho de Administração também foi abordado sob a perspectiva do desempenho organizacional. Lin, Pope e Young (2003) procuraram associar o desempenho com a efetividade dos Conselhos de Administração, medida pelo tempo de dedicação do conselheiro à organização, *expertise* e participação acionária. Kao, Chiou e Chen (2004) identificaram uma relação negativa entre desempenho corporativo e o fornecimento de ações em garantia quando da captação de recursos junto a instituições financeiras. Ghosh e Harjoto (2011) estudaram as doações de ações realizadas por conselheiros internos e executivos para as suas fundações familiares, concluindo que a mesma afeta a riqueza dos acionistas. Além disso, segundo os autores, o fato de as doações ocorrerem em meses próximos ao do fechamento do exercício fiscal indicou que os doadores estavam utilizando tal mecanismo para obter redução no recolhimento de impostos, o que corrobora a premissa da busca pelo interesse próprio.

Combs et al. (2007) estudaram a relação entre o Conselho de Administração e desempenho, detectando a elevação nos preços das ações com a saída de CEOs poderosos, quando o Conselho de Administração não era composto primordialmente por conselheiros externos, ou seja, o colegiado não era suficientemente independente para evitar que o CEO tomasse decisões em benefício próprio. Carter et al. (2010), por sua vez, não comprovaram a hipótese de que existe uma relação entre a presença de mulheres e de minorias étnicas nos Conselhos de Administração com o desempenho financeiro.

Cunha e Martins (2007), por seu turno, identificaram que os Conselhos de Administração que levariam às organizações a um melhor desempenho seriam aqueles em que: (1) o presidente do Conselho de Administração e o CEO² fossem pessoas diferentes, (2) existisse uma maioria de membros independentes, (3) o número de membros do Conselho de Administração variasse entre quatro e sete membros; e (4) a remuneração dos membros executivos do Conselho de Administração estivesse vinculada ao resultado da organização.

Curiosos sobre o processo de criação de valor decorrente das transações de *Mergers & Acquisitions* (M&A), uma vez que as mesmas são utilizadas por gestores para ampliar sua remuneração e prestígio, Ben-Amar e André (2006) estudaram a relação entre estrutura societária e desempenho das empresas adquirentes nas transações de M&A. Os resultados obtidos sugeriram que as críticas referentes às empresas familiares, na medida em que essas impõem custos aos demais acionistas por decidir investir em negócios com retorno

² *Chief Executive Officer*, traduzido no Brasil como Diretor Presidente, principal executivo de uma organização.

inadequado, não são apropriadas, especialmente quando se trata de um contexto em que as instituições reguladoras oferecem proteção aos minoritários.

Primordialmente, as pesquisas que versaram sobre Conselhos de Administração, no exterior, trabalharam com amostras compostas por companhias abertas ou seus executivos. Uma exceção foi o estudo desenvolvido por Miller (2002), que investigou a atividade de monitoramento desempenhada por membros de 12 colegiados de organizações sem fins lucrativos. Por meio da participação em 40 reuniões de colegiado e de entrevistas realizadas junto a 58 membros de Conselhos de Administração, a autora identificou que os conselheiros daquelas organizações não esperam que os CEOs ajam de maneira oportunista. Portanto, a atividade de monitoramento seria desnecessária, conclusão que diverge da premissa adotada pelos teóricos da agência.

O'Regan e Oster (2005) promoveram uma comparação entre os Conselhos de Administração de organizações com e sem fins lucrativos, identificando que, nas últimas, poucos conselheiros entendem que possuem a responsabilidade de avaliar as atividades desempenhadas pela direção, diferentemente do que é verificado nas organizações com fins lucrativos. As autoras afirmaram ainda que, em média, os conselheiros das organizações sem fins lucrativos gastam 42 horas por ano em atividades relacionadas ao Conselho de Administração, o que representa, aproximadamente, 27% da média apontada por conselheiros de organizações com fins lucrativos.

Hendry (2005), por seu turno, discordou da premissa da competência perfeita existente na teoria da agência, alegando que não seria possível admitir que todos os gestores são igualmente competentes ou infalíveis. O autor sugeriu que a competência limitada do CEO, por exemplo, seria um problema potencial para o Conselho de Administração, o qual seria responsável, em função disso, por treinar e guiar aquele executivo para que os desafios corporativos fossem superados.

As características, a estrutura e a composição dos Conselhos de Administração são temas presentes nas pesquisas que estudam tal órgão. Minichilli, Zattoni e Zona (2009) testaram um modelo sobre o impacto das características do Conselho de Administração sobre o seu desempenho, relacionado às tarefas de serviço (aconselhamento, relacionamento e determinação da estratégia) e controle (comportamento e desempenho). Os autores identificaram que: (i) o comprometimento dos conselheiros representa a influência mais forte e significativa no desempenho do colegiado, (ii) os debates críticos entre os conselheiros geram um impacto positivo na atividade de aconselhamento e (iii) a diversidade dos membros representa um impacto negativo nas atividades de aconselhamento e controle.

Galbreath (2010) procurou compreender como as características dos Conselhos de Administração – tamanho do colegiado, idade e gênero dos membros, dualidade³ do CEO e proporção de conselheiros externos – poderia impactar as práticas de governança corporativa que endereçam as mudanças climáticas. O autor observou que o tamanho do colegiado, a dualidade do CEO, os conselheiros mais jovens e a maior proporção de conselheiros internos representam as características associadas às empresas de melhor desempenho nas questões relacionadas às mudanças climáticas. Portanto, em contraposição ao previsto pela teoria da agência, um Conselho de Administração independente não pareceu ser a melhor estrutura.

Dalziel, Gentry e Bowerman (2011) examinaram a influência do capital humano (*expertise*, experiência, conhecimento) e relacional (conexões pessoais) de conselheiros nos gastos com Pesquisa & Desenvolvimento (P&D). Os autores identificaram que as firmas que perseguem inovação podem ampliar os gastos com P&D se tiverem, dentre os seus conselheiros, membros externos com experiência técnica e conexões com firmas do setor. Por outro lado, se as empresas desejarem aumentar a eficiência de referidos gastos, o modelo sugere que elas apontem conselheiros externos com *expertise* em finanças.

Por fim, He e Sommer (2010) examinaram as implicações da separação entre propriedade e controle para a composição do Conselho de Administração na indústria norte-americana de seguros. Valendo-se de aparato estatístico, os autores conseguiram comprovar a hipótese de que as seguradoras estruturam seus Conselhos de Administração de acordo com a propriedade. Portanto, corroborando os pressupostos da teoria da agência, quanto mais difusa for a propriedade das seguradoras, maior é a proporção de conselheiros externos.

³ Termo utilizado para indicar que o CEO ocupa simultaneamente o cargo de PCA.

Quadro 1: Resumo dos trabalhos empíricos sobre a teoria da agência

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Ghosh e Harjoto	2011	Identificar a influência das doações, realizadas por conselheiros internos e executivos, no retorno aos acionistas.	Estudo de eventos	A doação de ações está associada a retornos mais baixos, tanto no curto quanto no longo prazo, afetando negativamente a riqueza dos acionistas.
Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello	2011	Explorar as atividades externas dos Conselhos de Administração.	Revisão teórica	Conselheiros têm incorporado outras atividades, como prestar auxílio na obtenção de recursos e estabelecer relacionamentos com o ambiente externo.
Dalziel, Gentry e Bowerman	2011	Examinar a influência do capital humano e relacional de conselheiros externos e internos nos gastos com P&D.	Análise de regressão	A independência dos conselheiros influencia o grau de utilização de seu capital humano e relacional e como eles empregam tais recursos para impactar os gastos com P&D. As firmas que perseguem inovação podem ampliar os gastos com P&D se tiverem, dentre os seus conselheiros, membros externos com experiência técnica e conexões com firmas do setor.
Almeida e Scarpin	2011	Identificar como os métodos de distribuição de custos conjuntos influenciam a relação entre cooperativa e cooperados.	Estudo de caso, com observação, entrevista padronizada e análise de documentos	O método de apuração dos custos conjuntos é o que melhor reflete a realidade, pois o cooperado que mais contribui para a rentabilidade da indústria é aquele que será melhor remunerado.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Fernandes e Machado	2011	Estudar as implicações decorrentes da subordinação do contador ao agente.	Estudo de caso, com análise de documentos	Por oferecer meios de avaliar, monitorar e remunerar o agente, a contabilidade deveria estar subordinada ao Conselho de Administração.
Silva, Sousa e Leite	2011	Discutir os conflitos de agência a partir da estrutura organizacional das cooperativas.	Ensaio teórico	A adoção das boas práticas de governança corporativa é uma das maneiras que as cooperativas possuem para evitar os conflitos de agência.
Rezende, Dalmácio e Pereira	2010	Avaliar os processos de tomada de decisão envolvendo jogadores de futebol.	Estudo de caso	A compreensão do processo de identificação dos parâmetros de avaliação do jogador de futebol.
Ecco et al.	2010	Identificar os incentivos do principal para controlar os agentes nas organizações sem fins lucrativos.	Estudo de caso	A existência de (i) divergências entre os executivos que representam o principal quanto ao propósito do instrumento adotado e (ii) de assimetria de informações entre principal e agente.
Sheu, Chung e Liu	2010	Investigar a relação entre a divulgação voluntária da remuneração global de conselheiros e gestores e o valor de mercado das empresas listadas em Taiwan.	Análise de regressão	A existência de efeito positivo, e significativo, da divulgação da remuneração global de conselheiros e gestores no valor de mercado da firma, especialmente para as empresas que apresentam mecanismos frágeis de governança.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Zattoni e Cuomo	2010	Avaliar o quão independente, competente e incentivado deveria ser o conselheiro não executivo para ampliar a efetividade do Conselho de Administração.	Análise de conteúdo	A independência dos conselheiros não executivos é uma prática comum de governança corporativa, porém o conceito de independência difere entre os países. A maioria dos códigos negligencia a competência e os incentivos financeiros dos conselheiros não executivos.
Galbreath	2010	Verificar o impacto da estrutura dos Conselhos de Administração nas práticas de governança corporativa que endereçam as mudanças climáticas.	Teste t	Em contraposição ao previsto pela teoria da agência, um Conselho de Administração independente não representa a melhor estrutura.
Carter et al.	2010	Examinar a relação entre a presença de mulheres e de minorias étnicas nos Conselhos de Administração com o desempenho financeiro.	<i>Panel data models</i>	Utilizando o Q de Tobin como medida do desempenho financeiro, nenhuma relação foi detectada, ou seja, a indicação de mulheres e minorias étnicas para o colegiado deveria ser feita com base em outros critérios, e não fundamentada em desempenho financeiro futuro.
He e Sommer	2010	Examinar as implicações da separação entre propriedade e controle para a composição do Conselho de Administração na indústria de seguros.	Análise de regressão	As <i>mutual companies</i> , que representam a forma mais extrema de propriedade difusa, parecem como aquelas que possuem a maior fração de conselheiros externos.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Minichilli, Zattoni e Zona	2009	Verificar o impacto das características do Conselho de Administração sobre o seu desempenho, relacionado às tarefas de serviço e controle.	Aplicação de questionário e análise de regressão	Identificação de que o desempenho do Conselho de Administração pode ser explicado pelas seguintes características: comprometimento, diversidade e conflitos cognitivos.
Jackling e Johl	2009	Pesquisar a relação entre a composição e a liderança dos Conselhos de Administração e o desempenho das organizações indianas, em que há predominância de propriedade familiar.	Análise de regressão	Identificação de relação positiva entre a composição do Conselho de Administração, em termos da presença de conselheiros externos, e o desempenho organizacional medido pelo Q de Tobin.
Setia-Atmaja	2009	Examinar se a concentração acionária afeta a independência do Conselho de Administração e se o impacto desta no valor da firma é moderado pela concentração acionária.	Análise de regressão	O impacto negativo da concentração acionária na independência do Conselho de Administração, ou seja, empresas que são controladas por famílias apresentam menor proporção de conselheiros independentes atuando no colegiado.
Donnelly e Mulcahy	2008	Estudar a relação entre a quantidade de conselheiros não executivos e a divulgação voluntária de informações.	Análise de regressão (Poisson)	A confirmação da hipótese de que quanto maior a proporção de conselheiros não executivos no colegiado, maior é o nível de divulgação voluntária de informações.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Saito e Silveira	2008	Analisar as contribuições de Jensen e Meckling (1976) e Morck, Shleifer e Vishny (1988) para a Governança Corporativa.	Ensaio teórico	As duas obras analisadas são complementares, pois ambas corroboram a ideia de que há um maior alinhamento de interesses na medida em que os tomadores de decisão são proprietários de um maior percentual de ações na empresa.
Labelle e Martinez	2008	Investigar as possíveis relações entre a divulgação de alertas ao mercado, relativos a desempenho (<i>profit warning</i>), em situações de sobrevalorização das ações e os mecanismos de governança utilizados pelas organizações.	Análise de regressão	Quando a sobrevalorização da firma é ocasionada pelo mercado, os mecanismos de governança que consideram o mercado para alinhar os interesses de acionistas e gestores, tal como os planos de opção de compra de ações, resultam em efeitos opostos.
Lima, Araújo e Amaral	2008	Explorar os conflitos de agência existentes em empresas tradicionais e cooperativas de crédito.	Revisão bibliográfica	A necessidade de as cooperativas de crédito utilizarem mecanismos de governança distintos dos utilizados pelas empresas tradicionais, em decorrência da especificidade dos conflitos de agência existentes.
Cunha e Martins	2007	Analisar os efeitos da composição do Conselho de Administração sobre o desempenho organizacional.	Análise de regressão	O melhor desempenho organizacional seria proporcionado por: (i) PCA e CEO sendo pessoas diferentes, (ii) predomínio de conselheiros independentes e (iii) vínculo da remuneração dos executivos ao resultado da organização.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Rutherford e Buchholtz	2007	Pesquisar os comportamentos impulsionados quando, por exemplo, os Conselhos de Administração são compostos por um maior número de conselheiros externos.	Análise de regressão	A proporção de conselheiros externos está positivamente associada ao aumento da qualidade da informação que circula no Conselho de Administração e à proatividade na busca por informação, implicando a redução da assimetria informacional.
Ferreira e Quelhas	2007	Avaliar se os critérios observados no processo decisório eram aderentes aos conceitos de sustentabilidade, às ferramentas de gestão estratégica e às melhores práticas de governança corporativa.	Estudo de caso	O conglomerado estudado possui uma estrutura legal de governança corporativa, em perfeita consonância com as recomendações constantes na literatura. Existe um forte grau de aderência e/ou sustentabilidade, comprovado através de Carta de Princípios de Responsabilidade Socioambiental, que institui termo de compromisso as partes interessadas.
Combs et al.	2007	Prever o comportamento das ações de companhias que enfrentam o falecimento repentino de seu principal executivo.	Estudo de eventos e análise de regressão	Identificação de que os preços das ações eram apreciados com a saída de CEOs poderosos, quando o Conselho de Administração não era composto primordialmente por conselheiros externos.
Silveira, Barros e Famá	2006	Investigar a influência da qualidade da governança corporativa sobre o valor das companhias abertas brasileiras.	Análise de regressão, variáveis instrumentais e sistemas de equações simultâneas	Relação positiva e significativa entre a qualidade da governança corporativa e o valor de mercado.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Godoy e Marcon	2006	Verificar a existência de custos de agência decorrentes de conflitos familiares oriundos de promoção e/ou transferência, por meio da percepção dos gerentes em instituição bancária.	Estudo de caso, com aplicação de questionário	Conflitos familiares e/ou organizacionais durante o período de uma promoção e/ou transferência não são motivo para que essa deixe de ocorrer, a maioria dos gerentes consulta seus familiares ao decidir sobre as questões de trabalho que estejam relacionadas à promoção e/ou transferência, um conflito familiar pode influenciar negativamente o comportamento dos gerentes, e a atuação do superior hierárquico tem importância relevante no momento de um gerente decidir sobre promoção e/ou transferência.
Roberts, McNulty e Stiles	2005	Investigar o papel desempenhado pelos conselheiros não executivos e a efetividade dos Conselhos de Administração.	Aplicação de entrevistas	O Conselho de Administração deve combinar elementos de controle e colaboração, de forma a monitorar a gestão e fornecer suporte para os executivos no direcionamento estratégico das organizações.
O'Regan e Oster	2005	Avaliar a relação entre a estrutura do colegiado e o desempenho organizacional de empresas com e sem fins lucrativos.	<i>Survey</i>	Nas organizações em fins lucrativos, poucos conselheiros entendem que possuem a responsabilidade de avaliar as atividades desempenhadas pela direção, diferentemente do que é observado nas organizações com fins lucrativos.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Hendry	2005	Analisar a atuação dos Conselhos de Administração, com base na premissa da competência perfeita.	Aplicação de entrevistas	Ao detectar a incompetência do executivo principal, o Conselho de Administração deve treiná-lo e guiá-lo para que os desafios existentes sejam superados.
Zagatti e Ribeiro	2005	Verificar o grau de adesão de três instituições financeiras às recomendações do IBGC.	Estudo de caso	As três empresas analisadas se enquadram na maioria das regras do IBGC, embora ainda exista espaço para melhorias.
Lin	2005	Estudar a influência do monitoramento exercido pelos Conselhos de Administração e por grandes acionistas sobre a remuneração dos CEOs e a relação existente entre mecanismos de controle e remuneração.	Equações estruturais	A existência de uma correlação negativa entre a atividade de monitoramento e a remuneração do CEO: quanto mais efetivo é o Conselho de Administração, menor é a remuneração do executivo, comprovando a premissa de que monitoramento e remuneração são mecanismos substitutos.
Kao, Chiou e Chen	2004	Investigar a relação entre o desempenho das companhias abertas listadas em Taiwan e as ações fornecidas em garantia por conselheiros quando da captação de recursos.	Análise de regressão	A existência de relação negativa entre as ações fornecidas em garantia e o desempenho das empresas.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Silva e Moraes	2004	Identificar os determinantes do <i>turnover</i> de diretores executivos em empresas manufatureiras em operação no Brasil.	Análise de regressão	O <i>turnover</i> de diretores executivos independe das estruturas de governança das empresas.
Silva	2004	Analisar os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos de empresas no Brasil.	Análise de regressão	Existência de relação entre estrutura de governança e valor de mercado, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras.
Cotter e Silvester	2003	Capturar o impacto positivo no valor de mercado da firma proveniente dos pressupostos de que os comitês de auditoria e de remuneração constituídos por conselheiros independentes reduzem os custos de agência.	Análise de regressão	Não confirmação da hipótese de que o valor de mercado das empresas está associado à independência dos comitês de auditoria e de remuneração.
Lin, Pope e Young	2003	Investigar se a reação do mercado à contratação de conselheiros não executivos está associada à interação entre a magnitude dos problemas de agência e os incentivos dos contratados para exercer as atividades de monitoramento da gestão.	Análise de regressão	O valor relacionado à atividade de monitoramento dos conselheiros não executivos depende de, pelo menos, dois fatores: a extensão dos problemas de agência enfrentados pela firma e a efetividade dos conselheiros, que pode ser traduzida em tempo dedicado à empresa, <i>expertise</i> e incentivos para cumprir com as suas obrigações no colegiado como, por exemplo, possuir uma participação acionária relevante.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Nowak e McCabe	2003	Analisar a assimetria de informação nos Conselhos de Administração.	Aplicação de entrevistas	Os conselheiros independentes percebem que os CEOs possuem controle sobre a informação e que, caso esse controle fosse exercido, de forma a ofuscar, filtrar ou reter a informação, o desempenho dos conselheiros, tanto no sentido de monitorar a gestão quanto em relação ao processo de tomada de decisão, seria prejudicado.
O'Higgins	2002	Explicitar os critérios para a seleção de conselheiros não executivos.	Aplicação de entrevistas	Elaboração de <i>ranking</i> com as características dos conselheiros efetivos: pensamento objetivo, direto e analítico, experiência, integridade e comprometimento.
Carvalho e Longo	2002	Examinar se as informações orgânicas utilizadas nas reuniões do Conselho de Administração eram suficientes para apoiar o processo decisório.	Estudo de caso	Cerca de 60% dos conselheiros afirmaram não receber informações adequadas para embasar as decisões relativas aos processos que formavam a pauta das reuniões.
Miller	2002	Estudar a atividade de monitoramento desempenhada por membros de 12 Conselhos de Administração de organizações sem fins lucrativos com sede nos Estados Unidos.	Observação participante e aplicação de entrevistas	Identificação de deficiência na teoria da agência em explicar a atividade de monitoramento desempenhada pelos Conselhos de Administração de organizações sem fins lucrativos, visto que os conselheiros não esperam que seus CEOs ajam de maneira oportunista.

2.2. A TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*

Há 30 anos, Freeman e Reed (1983) retomavam o debate sobre a vida corporativa sob a perspectiva dos *stakeholders* (no Brasil, o termo é comumente traduzido para partes interessadas). Para os autores, a primeira definição do termo *stakeholder* surgiu em um memorando interno do *Stanford Research Institute* (SRI) (atualmente, *SRI International*) de 1963: “grupo que, sem o seu suporte, ocasionaria o desaparecimento da organização” (FREEMAN; REED, 1983, p. 89).

Segundo Freeman e Reed (1983), a teoria dos *stakeholders* foi impulsionada pelo aumento das preocupações relacionadas ao envolvimento das organizações com a esfera social, especialmente catalisado pelos movimentos antiguerra e ambientalista, e pelas discussões sobre os direitos humanos e das mulheres, ambos ocorridos no decorrer das décadas de 1960 e 1970. A partir de meados de 1970, o conceito passou a incluir a noção de grupo adversário, o qual poderia perseguir um papel ativo junto aos gestores a fim de interferir no processo decisório e, assim, alcançar seu objetivo.

Diferentemente do que era praticado até então, quando os gestores guiavam suas ações de acordo com os interesses dos acionistas, Freeman e Reed (1983) defendiam que os negócios deveriam ser conduzidos, levando-se em consideração os interesses dos *stakeholders*, definidos como todo grupo ou indivíduo que pudesse afetar o cumprimento dos objetivos organizacionais, ou que pudesse ser afetado pelo cumprimento dos mesmos.

Por esta definição, é possível perceber o potencial de conflito entre *stakeholders* e organização, pois se um grupo ou indivíduo afetar negativamente uma empresa, esta poderá realizar uma represália no futuro. Da mesma forma, é possível esperar uma reação da parte interessada, caso esta seja afetada por uma organização.

Em algum nível, pode-se dizer que existe uma dificuldade quanto a identificar se o movimento da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) permitiu a difusão da teoria dos *stakeholders*, ou se esta última possibilitou a consolidação da RSC. Alguns autores afirmam que o conceito de *stakeholder* fortaleceu a percepção de que as estratégias corporativas devem englobar a responsabilidade social, como é o caso de Sauerbronn, F. e Sauerbronn, J.F. (2011).

De acordo com Smith (2003), a ideia de que as organizações possuem obrigações sociais remonta ao início do século XIX, quando alguns empresários visionários construíram fábricas-cidade, a exemplo de *Bourneville* ou *Port Sunlight*, ambas na Grã-Bretanha. Para Smith (2003), tais empresários teriam reconhecido que os trabalhadores seriam mais

produtivos, caso tivessem melhores condições de trabalho e qualidade de vida. Smith (2003) ressaltava, entretanto, que as demandas para que as organizações voltassem suas atenções para a RSC eram provenientes de diversas frentes, indicando uma mudança radical no debate.

Não obstante, Porter e Kramer (2006) afirmaram que diversas organizações não aderiram voluntariamente ao movimento da RSC, geralmente associado a quatro pilares: obrigação moral, sustentabilidade, licença para operar e reputação. Muito pelo contrário, elas foram surpreendidas por respostas, especialmente do mercado consumidor, a questões não pensadas previamente como parte do seu negócio.

Corroborando a observação realizada por Smith (2003), Porter e Kramer (2006), ao detectarem uma maior agressividade e efetividade de grupos ativistas ao obter o apoio da população nas pressões promovidas sobre as organizações, salientaram que essas deveriam ampliar sua compreensão sobre o tema, a fim de evitar custos futuros e, assim, manter sua posição competitiva.

Um exemplo disso pode ser ilustrado pela ação judicial arquivada pela indústria farmacêutica contra o governo sul-africano, o qual anunciara plano, em 1997, para permitir a distribuição de versões genéricas de remédios patenteados utilizados para combater o vírus HIV:

No ano seguinte, um consórcio de empresas farmacêuticas entrou com uma ação contra o governo sul-africano [...]. Acusada de colocar os lucros antes das pessoas, a indústria afirmou que o caso não estava relacionado a bloquear o acesso a medicamentos [...]. No entanto, em um recuo humilhante em abril de 2001, as empresas farmacêuticas abandonaram o caso. Como o *Boston Globe* comentou, “com suas salas invadidas e seus executivos sendo perseguidos nas ruas, 39 das maiores fabricantes de remédios do mundo cederam à pressão pública [...]”. (SMITH, 2003, p. 9).

Apesar de tal exemplo poder ser encarado como uma situação extrema, o mesmo permite visualizar o núcleo da teoria dos *stakeholders*, que pressupõe, em última instância, a perenidade da organização. De acordo com Smith (2003), há um consenso de que o engajamento dos *stakeholders* é central para o desenho da estratégia voltada para a RSC. Porter e Kramer (2006), por sua vez, sugeriram que as organizações se preocupassem em construir uma agenda afirmativa de RSC, que produzisse o máximo de benefícios sociais, assim como ganhos para os negócios, preconizando que as organizações considerassem a RSC como parte da sua estratégia. Com base nisso, é possível perceber que a gestão dos *stakeholders* é fundamental para a estratégia organizacional bem sucedida.

Sem a intenção de esgotar todas as possibilidades, Freeman e Reed (1983) relacionaram acionistas, competidores, sindicatos, agências governamentais, empregados, clientes, grupos de interesse e associações comerciais como exemplos de *stakeholders*. Cabe destacar que os autores estavam inseridos no ambiente corporativo norteamericano, o qual guarda distinção relevante em relação ao brasileiro.

Considerando a estrutura de propriedade predominante no Brasil, na lista de *stakeholders* apresentada pelos autores, os acionistas poderiam ser substituídos por acionistas controladores (ou majoritários) e não controladores (ou minoritários), já que os acionistas controladores podem afetar o cumprimento dos objetivos organizacionais, caso tomem decisões inadequadas. E os acionistas minoritários podem ser afetados pelo não cumprimento dos objetivos organizacionais, caso as decisões tomadas pelos controladores tragam prejuízos à organização, o que implicaria, por exemplo, a redução de dividendos. Esse embate é geralmente apontado por alguns autores como exemplo do conflito de agência existente no Brasil, diferentemente do que é observado nos EUA ou no Reino Unido:

Entretanto, no mercado de capitais nacional, caracterizado por uma cultura que ainda rejeita consideravelmente os conceitos de compartilhamento de poder e de transparência [...], a condução dos negócios organizacionais é permeada por um conflito de agência relevante, [...] entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários (não controladores). (BRANDÃO, 2004, p. 17).

Os defensores da teoria dos *stakeholders* assinalaram que, em decorrência do ambiente dinâmico e, muitas vezes, turbulento, as organizações deveriam mapear suas partes interessadas para detectar aquelas que detêm mais poder (FREEMAN; REED, 1983). Dessa maneira, as organizações evitariam os conflitos, pois suas estratégias passariam a englobar a avaliação das forças externas, independentemente de serem amigáveis ou hostis.

Para auxiliar no mapeamento das partes interessadas, e assim orientar o processo de formulação estratégica, Freeman e Reed (1983) construíram uma matriz bidimensional, buscando fornecer elementos para que as organizações fossem capazes de compreender como suas relações com as partes interessadas evoluiriam a partir da implementação de determinadas ações ou políticas. A primeira dimensão representa o interesse, o qual pode ser próprio, econômico ou influenciador. Na segunda dimensão está o poder, o qual pode variar de formal a político, passando pelo econômico.

A utilização da matriz bidimensional pelo Conselho de Administração é defendida por Freeman e Reed (1983), pois esse órgão deveria estar ciente dos impactos de suas decisões

nas partes interessadas. Os autores sugeriram ser função do Conselho de Administração estabelecer como a organização deve lidar com os diferentes *stakeholders*, principalmente com aqueles que detêm mais poder. Para Freeman e Reed (1983), se o Conselho de Administração entender que deve responder somente aos interesses dos acionistas no curto prazo, os gestores levarão a organização em direção ao declínio econômico. Portanto, a organização deve ser governada, considerando o conjunto de *stakeholders* e seus respectivos interesses.

Freeman e Reed (1983) assinalaram ainda que a teoria dos *stakeholders* é de extrema utilidade para endereçar questões relacionadas à governança corporativa, em especial àquelas relativas a disputas envolvendo grupos de controle ou conflitos existentes dentro dos Conselhos de Administração, provocados especialmente pelo exercício do direito de voto, situações em que é bem mais difícil identificar os grupos adversários.

A abordagem dos *stakeholders* originou intenso debate entre estudiosos, a exemplo de Michael Jensen, Elaine Sternberg e Milton Friedman. Suas críticas começavam pela própria definição do termo por Freeman e Reed (1983), considerada, muitas vezes de forma irônica, demasiadamente ampla:

A mais utilizada caracterização de *stakeholder* de Freeman, em contraste, transforma a todos em uma parte interessada. Dada a contínua internacionalização da vida moderna e as conexões globais decorrentes do desenvolvimento dos transportes, das telecomunicações e da tecnologia da informação, aqueles afetados e, portanto considerados *stakeholders*, incluem qualquer um, qualquer coisa, em qualquer lugar. Terroristas e competidores, vegetação, criaturas do mar e gerações ainda não nascidas estão entre os muitos grupos que agora são oficialmente considerados *stakeholders* por empresários, assim como por acadêmicos mal orientados e grupos de interesse. (STERNBERG, 1999, p. 13, tradução nossa).

Jensen (2001) assinalava que, diferentemente da teoria da maximização do valor, fundamentada na Economia, a teoria dos *stakeholders*, a qual possui suas raízes, principalmente, na Sociologia e no Comportamento Organizacional, falhava por não fornecer uma especificação completa do que seria o objetivo da organização. Segundo aquele autor, sem essa clareza, as organizações experimentariam o conflito, a ineficiência, uma gestão confusa e, possivelmente, o fracasso na competição. O autor acrescentava que se um gestor possui múltiplos objetivos – maximizar os lucros e maximizar a participação de mercado, por exemplo – aquele não terá condições de tomar uma decisão razoável. Em outras palavras, possuir múltiplos objetivos é ter objetivo nenhum. Adicionalmente, Jensen (2001) salientava

que a teoria dos *stakeholders* politizava a organização, deixando os gestores com o poder de exercerem suas preferências por meio dos recursos organizacionais.

Sternberg (1999), por sua vez, apontou que a teoria era incompatível com o mundo dos negócios, pois não seria possível maximizar o valor para todas as partes interessadas ao mesmo tempo. Friedman (1970) também demonstrou preocupação com essa questão, salientando que o gestor deveria agir no melhor interesse do acionista, isto é, aquele que o contratava. O autor repudiava o fato de o gestor utilizar recursos da organização para realizar ações sociais.

A discussão ainda evoluiu para o fato de que a teoria dos *stakeholders*, vista como uma abordagem que abrangia o processo decisório, não fornecia nenhuma ferramenta que auxiliasse os administradores a identificar a parte interessada que deveria ser priorizada ou escolhida entre as existentes, as quais possuíam interesses divergentes. Jensen (2001) argumentava que o critério adotado na tomada de decisão deveria especificar como realizar as escolhas entre as demandas existentes. Sternberg (1999) concordou com esse argumento, indicando que a teoria dos *stakeholders* não oferecia nenhum mecanismo voltado para selecionar as partes interessadas apropriadas, ignorando a matriz construída por Freeman e Reed (1983), cujo objetivo era propiciar às organizações uma maneira de identificá-las de acordo com o poder e o interesse.

Jensen (2001), contudo, propôs uma conciliação entre a teoria dos *stakeholders* e a teoria da maximização dos lucros, passando a denominar a primeira de teoria iluminada dos *stakeholders* (*enlightened stakeholder theory*), e a segunda de teoria iluminada da maximização do valor (*enlightened value maximization*). O autor salientava que as duas eram idênticas.

Basicamente, a ideia de Jensen (2001) era que a teoria iluminada dos *stakeholders*, enquanto voltada para atender às demandas das partes interessadas relevantes, não deixava de especificar a maximização do valor da organização no longo prazo como seu objetivo. Por outro lado, a teoria iluminada da maximização do valor pressupunha que não era possível maximizar valor no longo prazo se a organização maltratasse ou ignorasse uma parte interessada relevante.

Após reunir as diferentes vertentes que surgiram ao longo dos últimos 25 anos, Freeman et al. (2010) afirmaram que a teoria dos *stakeholders* tornou-se vasta e diversa. Apesar disso, e com o intuito de elucidar sua essência, os autores assinalaram que a teoria foi desenvolvida com o objetivo de solucionar três problemas específicos, os quais não são

abordados pela perspectiva econômica: o problema da criação de valor e comércio, o problema da ética do capitalismo e o problema do pensamento gerencial.

Em relação ao primeiro problema, Freeman et al. (2010) apontaram que a criação de valor e o comércio só seriam possíveis a partir do momento em que, além das premissas econômicas, fossem considerados valores e princípios éticos. O problema da ética do capitalismo estaria diretamente relacionado ao fato de o capitalismo ter se tornado o sistema responsável por organizar o processo de criação de valor e o comércio, o que implicou debates sobre a sua relação com as demais instituições presentes na sociedade.

Freeman et al. (2010) argumentaram que a combinação do problema da criação de valor com o da ética do capitalismo acarretaria um terceiro problema, de ordem prática: o problema do pensamento gerencial. Em outros termos, os autores demonstravam preocupação com as teorias ensinadas nas escolas de negócios, basicamente por entenderem que as mesmas não seriam apropriadas para lidar com o ambiente atual.

Essa observação também foi defendida por Sachs e Rühli (2011), que reconheceram a importância de se desenvolver novos modelos de negócios, no sentido de superar o princípio predominante que pressupõe a busca desenfreada pelo interesse próprio, o comportamento oportunista e a racionalidade limitada dos indivíduos.

Dessa maneira, o papel do executivo no processo de criação de valor é de extrema relevância para Freeman et al. (2010), pois é ele quem deve gerir os relacionamentos com clientes, fornecedores, empregados, acionistas, credores e comunidade, de forma a criar valor. De um lado, o executivo possui um interesse na organização semelhante ao de qualquer outro empregado. De outro, ele é o responsável pela saúde da organização como um todo, o que implica fazer com que os interesses dos *stakeholders* caminhem, de forma harmoniosa, na mesma direção.

Portanto, um negócio conduzido sob a perspectiva dos *stakeholders* busca criar o máximo de valor possível para todas as partes interessadas. E para que essa finalidade seja alcançada, Freeman et al. (2010) presumiam que as organizações devem ter um propósito inspirador. Os autores procuraram demonstrar que “os negócios estão situados no reino da humanidade” (FREEMAN et al., 2010, p. 690), afirmando que as organizações são formadas por seres humanos complexos e que as partes interessadas possuem nomes, rostos e filhos. “Nas palavras de um Diretor-Presidente, ‘os únicos ativos que gerencio sobem e descem de elevadores diariamente’” (FREEMAN et al., 2010, p. 690).

Freeman et al. (2010) propuseram uma conciliação entre as teorias da maximização do valor e dos *stakeholders*, afirmando que a gestão dos *stakeholders* representa apenas uma boa

gestão, que deve levar à maximização dos lucros, de certa forma compartilhando o pensamento de Jensen (2001) em relação à teoria iluminada dos *stakeholders*.

No decorrer da última década, é possível perceber que as organizações passaram a reconhecer a relevância dos *stakeholders*, inclusive a ponto de incluírem os mais óbvios em seus relatórios anuais, documentos divulgados no encerramento de cada exercício fiscal.

Nossa “licença social” para operar depende da qualidade do ambiente, do bem-estar das comunidades em que estamos presentes, e da confiança das partes interessadas – nossos empregados, clientes, acionistas e fornecedores, entre outros. Manter e ampliar a confiança desses públicos é um desafio crucial em nossa estratégia de sustentabilidade. (ARACRUZ CELULOSE S.A., 2005, p.40).

Um exemplo desse reconhecimento é fornecido por Mundo Neto (2011), ao comentar que o capital político e simbólico de conselheiros e executivos é um recurso que favorece o relacionamento com diversos atores, tornando-os essenciais no processo de sustentação das estratégias empresarias.

Assim, é possível observar que não faz sentido avaliar o capital político e simbólico de administradores, cujo objetivo é trazer benefícios para a estratégia organizacional, se as organizações entendem ser o relacionamento com os demais atores irrelevante para a sua sobrevivência.

2.2.1. Pesquisas empíricas fundamentadas na teoria dos *stakeholders*

A despeito das críticas, a teoria dos *stakeholders* é uma realidade: em pesquisa realizada no sítio Google Acadêmico, no dia 28 de outubro de 2012, a partir do termo *stakeholder*, 547.000 *links* (incluindo citações) foram retornados. Portanto, a disseminação do termo representa um ganho claro da teoria, pois este vem sendo atualmente empregado em vários estudos (LEITÃO; FORTUNATO; FREITAS, 2006; GOMES JUNIOR, 2010). A fim de trazer as recentes discussões envolvendo essa teoria, um resumo contemplando os autores, o ano de publicação, o objetivo, o método e os resultados alcançados pelas pesquisas é apresentado no Quadro 2.

No Brasil, uma parte das pesquisas esteve relacionada ao mapeamento das partes interessadas, o que representa a etapa mais objetiva da proposta apresentada por Freeman e Reed (1983). De toda forma, o mapeamento dos *stakeholders* foi promovido para atender objetivos distintos, mas geralmente relacionados à gestão organizacional. Em estudo de caso,

Madruga, Silva e Gomes (2011) concluíram que a organização estudada incentiva a participação ativa das partes interessadas no processo de criação da visão de futuro. Por outro lado, Lyra, Gomes e Jacovine (2009) perceberam que a gestão dos *stakeholders* poderia ser aprimorada, trazendo impactos positivos na sustentabilidade da empresa investigada. Hoffmann, Procopiak Filho e Rossetto (2008) detectaram que as organizações pesquisadas consideram as partes interessadas externas como sendo as mais relevantes para o negócio. Pelo exposto acima, os achados revelam que, na prática, as organizações encontram-se em estágios diferentes no que diz respeito à gestão das partes interessadas.

Como explicitado no arcabouço teórico, alguns estudiosos apontam uma intersecção entre a teoria dos *stakeholders* e a RSC. Portanto, seria natural esperar que alguns trabalhos científicos utilizassem a teoria dos *stakeholders* para pesquisar a RSC, o que poderá ser observado a seguir.

Conceição et al. (2011) detectaram que, nas empresas que compõem setores não regulamentados, a divulgação em RSC está associada à arbitrariedade dos gestores. Em função disso, é sugerido aos *stakeholders* pressionar os órgãos reguladores para reduzir a assimetria informacional. Isto indica que os autores acreditam no poder das partes interessadas em alterar uma situação desfavorável. Por outro lado, Aligleri e Souza (2010) trazem um resultado contraditório ao identificarem que, apesar das pressões dos *stakeholders*, apenas oito empresas brasileiras utilizam o modelo proposto pela *Global Reporting Initiative* (GRI) para divulgar seus relatórios de sustentabilidade. Entretanto, Gonçalves Filho et al. (2009) concluíram que estabelecer boas relações com a comunidade e desenvolver ações consistentes de RSC são instrumentos eficientes para a prevenção e gestão de crises institucionais.

Os relacionamentos com as partes interessadas também foram objeto de estudo. Schöder e Bandeira-de-Mello (2011) identificaram, em estudo de caso, que os laços cooperativos, baseados essencialmente na confiança e reputação, prevalecem nas relações entre a empresa e os *stakeholders*. Marques e Costa (2009) concluíram que as práticas de governança corporativa tendem a propiciar a legitimidade da gestão perante os *stakeholders*. Andrade (2002) observou que, no processo de formação de estratégias socioambientais, a Aracruz Celulose identifica os *stakeholders* mais importantes e formula estratégias para influenciá-los mediante o planejamento de um sistema de representação e defesa dos seus interesses.

A questão ética, tão valorizada por Freeman et al. (2010), foi abordada por alguns estudiosos no Brasil. Teixeira e Mazzon (2009) procuraram apontar se a orientação ética para

promover mudanças sociais estaria associada aos perfis dos executivos: controlador, maduro flexível, religioso e aberto aparente. Os autores salientaram que, dentre os executivos pesquisados, “há uma tendência para a defesa de uma ética utilitarista e até egoística, em que se defendem os interesses da empresa acima daqueles dos *stakeholders*, em vez de um equilíbrio entre os interesses de todos” (TEIXEIRA; MAZZON, 2009, p. 62).

Campos (2006) realizou um ensaio teórico, em que a ética subjacente à teoria da firma é contraposta à dos *stakeholders*. A autora salientou a importância de se construir uma teoria dos *stakeholders* a partir de uma estrutura normativa e que o caráter pouco pragmático dessa vertente dificulta esse processo. É possível perceber o alinhamento dessa visão ao pensamento de Sternberg (1999).

Além da questão ética, o debate entre os defensores da teoria dos *stakeholders* e os estudiosos da teoria da maximização da riqueza dos acionistas produziu eco no Brasil. Boaventura et al. (2009) propuseram verificar a existência de subordinação da função-objetivo (aquela que orienta a tomada de decisão) dos *stakeholders* à dos *shareholders*. A hipótese de que a função-objetivo dos *stakeholders* só é atendida se previamente a função-objetivo dos *shareholders* o tiver sido não foi confirmada.

De forma semelhante, Silveira, Yoshinaga e Borba (2005) desenvolveram um ensaio teórico em que a função-objetivo da teoria dos *stakeholders* foi contraposta à sustentada pela teoria da maximização da riqueza. Os autores concluíram que esta fornece uma função-objetivo mais robusta conceitualmente para o atendimento das seguintes dimensões de interesse: sociedade, empresa e profissional.

Muitas companhias abertas foram investigadas à luz da teoria dos *stakeholders*. Marcon, Bandeira-de-Mello e Alberton (2008), ao utilizarem as doações políticas e sociais como *proxies* da intensidade de relacionamento da empresa com o governo e a comunidade, encontraram os seguintes achados: as doações funcionam como uma estratégia para gerenciar conflitos nas empresas orientadas aos *stakeholders*, as características da empresa são mais importantes para explicar as doações do que as do setor em que aquela está inserida e empresas sem concentração acionária tendem a praticar doações mais intensamente.

Pelo que foi apresentado, há poucas pesquisas no Brasil sobre Conselhos de Administração a partir da teoria dos *stakeholders*. Uma exceção é o trabalho elaborado por Bertucci, Bernardes e Brandão (2006), que identificaram a necessidade de se ampliar o papel dos conselheiros, de forma a contemplar os interesses dos diversos *stakeholders*, para que as práticas de governança corporativa sejam favorecidas.

A revisão dos artigos internacionais foi elaborada na *Wiley Online Library*. Apenas para dar uma ideia, de 2002 a 2011, uma consulta pelo termo *stakeholder* no campo resumo resultou em uma lista com 1.167 artigos. Em decorrência desse volume, optou-se por restringir a revisão desses artigos, associando a expressão “*stakeholders theory*” a “*board*” ou “*director*”.

Muitos pesquisadores voltaram seu foco para o estudo da gestão das partes interessadas, com o objetivo de identificar seu impacto na governança corporativa, na remuneração do executivo principal, na efetividade das organizações quanto ao cumprimento de metas, ou na reputação corporativa.

Balser e McClusky (2005) concluíram que a efetividade das organizações sem fins lucrativos está relacionada com uma postura ativa nas negociações com as partes interessadas. Essa percepção não foi compartilhada por Coombs e Gilley (2005), ao estudarem os efeitos da gestão do relacionamento com os *stakeholders* sobre a remuneração do CEO. Os autores identificaram que as dimensões referentes à gestão do relacionamento com os *stakeholders* – empregados, clientes, fornecedores e comunidade – estão negativamente associadas à remuneração dos CEOs. Portanto, os Conselhos de Administração não incentivam os CEOs a se engajarem em iniciativas que visem a atender às demandas das partes interessadas.

Por sua vez, Laud e Schepers (2009) sustentaram que os incentivos ao engajamento dos *stakeholders* nas operações das organizações, a exemplo da Dow Chemical e Xerox amplia a reputação corporativa. Esta também foi objeto de estudo de Brammer, Millington e Pavelin (2009), que procuraram verificar sua relação com a presença de mulheres nos Conselhos de Administração. Os autores argumentavam que a presença de mulheres no colegiado auxiliaria as organizações a gerenciar suas relações com alguns *stakeholders*, em especial clientes e empregados. Os resultados indicaram que a presença de mulheres nos Conselhos de Administração apenas esteve positivamente relacionada com a reputação corporativa nas empresas que operam próximas ao consumidor final. Já Musteen, Datta e Kemmerer (2010) concluíram que todas as características dos Conselhos de Administração (proporção de membros externos, tamanho, prazo de mandato dos conselheiros e dualidade do CEO) estão positivamente relacionadas à reputação corporativa, à exceção da dualidade do CEO.

Com base no argumento de que a reputação corporativa seria afetada pela percepção das partes interessadas quanto ao poder de expropriação de riqueza pela estrutura acionária, Delgado-García, Quevedo-Puente e Fuente-Sabaté (2010) conduziram pesquisa em que puderam comprovar que a elevada concentração acionária ocasiona a erosão da reputação

corporativa. Adicionalmente, os autores detectaram que as partes interessadas demonstram mais preocupação com a concentração acionária em *insiders* do que em grandes acionistas.

Benson et al. (2011) examinaram como os diversos mecanismos de governança corporativa afetam o montante de recursos direcionado para a gestão dos *stakeholders*. Os autores identificaram que Conselhos de Administração compostos por poucos membros e por conselheiros independentes reduzem o risco de a organização investir mais do que o necessário na gestão dos *stakeholders*, demonstrando um alinhamento com a teoria iluminada dos *stakeholders*, proposta por Jensen (2001), ou seja, apesar de o objetivo das organizações ser a maximização do valor aos acionistas, esse só poderia ser alcançado levando-se em consideração as partes interessadas.

Preocupações com o meio ambiente e a governança corporativa propiciaram algumas pesquisas fundamentadas na teoria dos *stakeholders*. Kassinis e Vafeas (2002) estudaram os determinantes que levam as firmas a violarem leis ambientais. Os autores comprovaram que a possibilidade de uma empresa tornar-se ré em uma ação judicial está relacionada (i) ao tamanho do colegiado, uma vez que maiores Conselhos de Administração são menos efetivos e (ii) à quantidade de conselheiros que atuam como executivos de outras organizações, situação que diminui sua capacidade de monitorar a gestão. Entretanto, os autores identificaram que as pressões dos *stakeholders* pouco influenciam o desempenho ambiental das organizações.

Inglely e Van der Walt (2005) avaliaram as percepções de conselheiros em termos da contribuição que os Conselhos de Administração realizam para os diferentes aspectos da governança corporativa. Dentre os achados, observou-se que, para o adequado funcionamento da governança, os conselheiros atribuíram pouca importância para o relacionamento com os *stakeholders* e a responsabilidade social, em contraposição à muita importância atribuída à ampliação da riqueza do acionista e à sobrevivência da organização.

Yoshimori (2005) promoveu um estudo de caso comparando Toyota e Canon com GM e Xerox, a fim de identificar as razões que levaram as empresas japonesas a alcançarem desempenho superior ao das americanas. As empresas americanas adotam o modelo de governança corporativa em que o acionista é o *stakeholder* central, enquanto, nas japonesas, essa “posição” é ocupada pelos funcionários. Yoshimori (2005) concluiu que a governança corporativa fornece uma contribuição limitada para explicar o desempenho corporativo no longo prazo, destacando que outros fatores, como missão, ética, cultura e estratégia, são mais relevantes para o sucesso empresarial.

Outra maneira de aprofundar o conhecimento sobre a teoria dos *stakeholders* é por intermédio das pesquisas que têm como objetivo escutar as partes interessadas. Adler e Chaston (2002) organizaram um estudo que contemplou contadores públicos, analistas de investimento e conselheiros com o objetivo de identificar a percepção desses grupos em relação ao declínio das organizações. Os autores observaram que todos os *stakeholders* fundamentavam suas percepções sobre o momento da organização a partir das dimensões referentes à inovação e aprendizado e aos clientes. Owens, Ley e Aitken (2008) detectaram que é possível construir uma agenda de pesquisa alinhada aos interesses dos *stakeholders*, a partir das prioridades convergentes que os mesmos indicaram em relação à indústria de cuidados pessoais.

Essa mesma indústria foi estudada por Ben-Ner e Ren (2010), porém com foco no processo de tomada de decisão. Os autores concluíram que, independentemente da estrutura societária, o poder de decisão está concentrado nos diretores, seguidos pelos proprietários, supervisores e empregados. Os diretores e proprietários das entidades com fins lucrativos geralmente possuem maior poder de decisão do que seus pares nas organizações sem fins lucrativos. Em contraste, as organizações sem fins lucrativos e aquelas mantidas pelo estado conferem mais poder aos empregados, consumidores diretos e suas famílias, conselheiros e representantes da comunidade do que as empresas que visam o lucro.

A responsabilidade dos conselheiros esteve em evidência em determinadas pesquisas. Van Buren III (2010) propôs uma discussão acerca da responsabilidade de conselheiros em relação aos *stakeholders* dependentes – comunidades carentes ou funcionários com baixa qualificação –, porém desprovidos de poder para interferir nas organizações. O autor recomendou que o Conselho de Administração assumisse a responsabilidade de adotar um diálogo contínuo com as partes interessadas, especialmente para divulgar os riscos aos quais essas estariam submetidas.

Bammens, Voordeckers e Van de Gils (2011) realizaram a revisão da literatura relacionada a Conselhos de Administração no contexto de empresas familiares, organizada a partir de duas atividades primordiais atribuídas aos conselheiros: controle e aconselhamento. De acordo com os autores, a teoria dos *stakeholders* pressupõe que os Conselhos de Administração devem ser responsáveis por mediar os conflitos e, portanto, complementar a teoria da agência, ao substituir a premissa de que existe *a priori* um conjunto de interesses compartilhados por todos os proprietários pela noção de negociação de objetivos, harmonizando as preferências das famílias.

Adams, Licht e Sagiv (2011) examinaram os fatores que conduzem a elite corporativa nas decisões estratégicas envolvendo acionistas e *stakeholders*. Basicamente, os autores consideraram como os valores pessoais afetavam as decisões dos conselheiros. Para a pesquisa, Adams, Licht e Sagiv (2011) submeteram, à apreciação de conselheiros, um questionário contendo perguntas com base em resumos de julgamentos em que conselheiros foram processados por decisões envolvendo acionistas e partes interessadas. Os autores confirmaram as hipóteses de que a maximização da riqueza dos acionistas está correlacionada (i) negativamente com benevolência e (ii) positivamente com os seguintes valores: poder, realização e estímulo.

Considerando que a teoria dos *stakeholders* pressupõe uma “avenida de mão dupla”, isto é, os *stakeholders* podem afetar a organização ou serem afetados por esta, Collett (2010) examinou os impactos das transações de M&A nos *stakeholders*, a partir de três abordagens éticas: utilitarianismo total, utilitarianismo parcial e ética de mercado. O autor sustentou que o utilitarianismo total não seria possível de se alcançar. Para o autor, a ética do mercado indica que as fusões e aquisições representam um bom negócio. Por meio do utilitarianismo parcial, Collett (2010) verificou que as empresas envolvidas em transações de M&A reduziram o quadro de pessoal, porém aumentaram a remuneração média. Por fim, o autor também observou um aumento nas vendas das empresas originadas por transações de M&A, demonstrando que os clientes não foram afetados por tais transações.

Por sua vez, com o objetivo de identificar o impacto do monitoramento exercido pelos principais *stakeholders* sobre o perfil de risco das companhias de seguros, Cole et al. (2011) investigaram a indústria de seguros de imóveis nos EUA. Os autores concluíram que as práticas utilizadas pelas seguradoras no concernente a risco são afetadas pelos *stakeholders*.

Quadro 2: Resumo dos trabalhos empíricos sobre *stakeholders*

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Adams, Licht e Sagiv	2011	Examinar como executivos tomam decisões envolvendo acionistas e <i>stakeholders</i> .	<i>Survey</i>	As hipóteses de que a maximização da riqueza dos acionistas está correlacionada (i) negativamente com benevolência e (ii) positivamente com os valores poder, realização e estímulo foram confirmadas.
Benson et al.	2011	Testar as relações entre os mecanismos de governança corporativa e os investimentos na gestão dos <i>stakeholders</i> .	Análise de regressão	A boa governança corporativa está alinhada com a teoria iluminada da maximização de valor, em que o objetivo da organização é maximizar a riqueza do acionista, considerando os interesses dos <i>stakeholders</i> .
Bammens, Voordeckers e Van de Gils	2011	Aprimorar a compreensão de como as famílias envolvidas nas organizações afetam os papéis dos conselheiros.	Revisão de literatura	Estudos com uma perspectiva administrativa interna dos Conselhos de Administração apresentaram maior número de contribuições.
Cole et al.	2011	Avaliar o impacto dos <i>stakeholders</i> nos tomadores de risco na indústria de seguros.	Equações estruturais	A presença de alguns <i>stakeholders</i> compensa o impacto de outros.
Conceição et al.	2011	Identificar os fatores de desempenho econômico-financeiro e social que influenciam na divulgação em RSC.	Análise fatorial	Para as empresas que atuam em segmentos regulamentados, os fatores de desempenho econômico-financeiro e social influenciam de forma significativa a divulgação em RSC.
Madrugá, Silva e Gomes	2011	Identificar as partes interessadas e analisar o seu papel na gestão integrada de recursos hídricos.	Estudo de caso	O comitê estudado reúne entidades representativas de grupos sociais diversos, as quais têm a missão de defender o interesse de uma coletividade.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Musteen, Datta e Kemmerer	2010	Examinar se as características dos Conselhos de Administração, associadas às prescrições normativas, são traduzidas em reputação corporativa superior.	Análise de regressão	As empresas com maior proporção de conselheiros externos e com maior número de conselheiros exibem melhor reputação corporativa.
Schöder e Bandeira-de-Mello	2011	Analisar as relações entre empresa e seus <i>stakeholders</i> , e as características dessas relações.	Estudo de caso, com entrevista semiestruturada e análise documental	Predomínio de laços cooperativos nas relações entre a empresa e os <i>stakeholders</i> , baseados essencialmente na confiança e reputação.
Aligleri e Souza	2010	Analisar o envolvimento das maiores e melhores empresas brasileiras, no ano de 2007, com a GRI.	Pesquisa bibliográfica	Em amostra composta por 36 empresas, apenas oito adotam o modelo proposto pela GRI.
Ben-Ner e Ren	2010	Comparar o processo decisório entre as partes interessadas em empresas com e sem fins lucrativos.	<i>Survey</i>	As empresas com fins lucrativos delegam mais poder aos executivos e acionistas controladores no processo decisório.
Collett	2010	Compreender como os modelos éticos podem ser utilizados a avaliar o impacto da transação de M&A.	Análise do utilitarianismo parcial	A abordagem do utilitarianismo parcial é um método útil para avaliar o impacto das transações de M&A nas partes interessadas.
Delgado-García, Quevedo-Puente e Fuente-Sabaté	2010	Investigar a influência da estrutura de controle acionário das firmas na reputação corporativa.	<i>Panel data models</i>	A elevada concentração acionária ocasiona a erosão da reputação corporativa. As partes interessadas demonstram mais preocupação com a concentração acionária em <i>insiders</i> do que em grandes acionistas.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Van Buren III	2010	Explorar as dimensões éticas das responsabilidades do colegiado em relação aos <i>stakeholders</i> dependentes.	Ensaio teórico	Propõe que o Conselho de Administração assuma a responsabilidade de adotar um diálogo contínuo com as partes interessadas, especialmente para divulgar os riscos aos quais essas estariam submetidas.
Marques e Costa	2009	Identificar se a administração dos clubes de futebol profissional, ao adotar as práticas de boa governança, tende a alcançar maior legitimidade perante <i>stakeholders</i> .	Estudo de caso, com entrevista semiestruturada	A adoção das boas práticas de governança pode representar um diferencial para os clubes e legitimar a atuação de dirigentes perante os grupos de interesses que não exercem representatividade na gestão.
Teixeira e Mazzon	2009	Verificar se a orientação ética para promover mudanças sociais envolvendo <i>stakeholders</i> está associada aos perfis de valores terminais dos executivos.	Questionário fechado e análise fatorial	A preocupação com o papel da empresa em tornar a sociedade mais ética situa-se preponderantemente na esfera do discurso.
Lyra, Gomes e Jacovine	2009	Inferir se uma melhor gestão dos <i>stakeholders</i> poderia repercutir positivamente na sustentabilidade da empresa Alfa.	Estudo de caso, com entrevista semiestruturada	A administração dos diferentes <i>stakeholders</i> interfere no processo de sustentabilidade empresarial da empresa Alfa.
Gonçalves Filho et al.	2009	Avaliar as ações de responsabilidade social e mensurar seus impactos na reputação corporativa, na confiança e nas intenções comportamentais das comunidades que abrigam, ou são diretamente afetadas, pelas operações de uma empresa.	<i>Survey</i> e equações estruturais	As ações de RSC têm forte impacto na reputação corporativa e esta na confiança, que trabalha como antecedente das intenções comportamentais da comunidade.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Brammer, Millington e Pavelin	2009	Investigar a relação entre reputação corporativa e a presença de mulheres nos Conselhos de Administração.	Análise de regressão	A presença de mulheres no colegiado esteve positivamente relacionada com a reputação corporativa nas empresas que operam próximas ao consumidor final.
Boaventura et al.	2009	Investigar se há ou não subordinação da função-objetivo dos <i>stakeholders</i> à dos <i>shareholders</i> .	Teste qui-quadrado	A subordinação da função-objetivo dos <i>stakeholders</i> à dos <i>shareholders</i> não foi confirmada.
Laud e Schepers	2009	Examinar a qualidade da informação.	Ensaio teórico	O modelo proposto – <i>stakeholder centric model</i> – possibilita aprimorar a inteligibilidade da informação.
Owens, Ley e Aitken	2008	Identificar as prioridades de pesquisa de diferentes <i>stakeholders</i> na indústria de cuidados pessoais.	Delphi	A possibilidade de se construir uma agenda de pesquisa alinhada aos interesses dos <i>stakeholders</i> , a partir das prioridades convergentes que os mesmos indicaram em relação à indústria de cuidados pessoais.
Hoffmann, Procopiak Filho e Rosseto	2008	Identificar os <i>stakeholders</i> , seus graus de influência e as estratégias de influência que podem ser adotadas na interação com as organizações da indústria da construção civil em Balneário Camboriú.	Estudo de caso, com aplicação de questionário	Um total de 25 <i>stakeholders</i> externos foi encontrado, demonstrando que as empresas estão mais voltadas ao ambiente externo, pois, além de atribuírem um peso maior aos <i>stakeholders</i> externos, também os listaram em maior número como sendo relevantes.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Marcon, Bandeira-de-Mello e Alberton	2008	Analisar a teoria instrumental dos <i>stakeholders</i> , utilizando como <i>proxy</i> da intensidade do relacionamento com os <i>stakeholders</i> políticos e sociais, as doações da empresa para o governo e comunidade.	Regressão linear e equações estruturais	As hipóteses (i) e (ii) não foram aceitas: (i) o atendimento das demandas dos <i>stakeholders</i> sociais e políticos influencia positivamente o desempenho e (ii) a intensidade do relacionamento com <i>stakeholders</i> políticos e sociais media a relação entre a orientação da firma para engendrar tais relacionamentos e seu desempenho.
Campos	2006	Discutir a fundamentação das contribuições para a construção de uma teoria de <i>stakeholders</i> , tendo como base a dimensão ética desse debate.	Ensaio teórico	Os gestores deveriam considerar em suas decisões não somente os interesses dos <i>shareholders</i> , mas também os dos <i>stakeholders</i> , se não por dever ético, já que este é da esfera do indivíduo, mas porque esse comportamento implicará a redução dos custos de agência e transação.
Bertucci, Bernardes e Brandão	2006	Avaliar a percepção das companhias abertas e participantes do mercado sobre as práticas de governança corporativa.	Estudo de caso, com entrevista semiestruturada	Relação de fatores que visam a contribuir para o processo de construção de boas práticas de governança corporativa no Brasil.
Inglej e Van der Walt	2005	Avaliar as percepções de conselheiros em termos da contribuição que os Conselhos de Administração realizam para os diferentes aspectos da governança corporativa.	<i>Survey</i> e grupo focal	Os conselheiros atribuíram pouca importância para o relacionamento com as partes interessadas e a responsabilidade social.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Yoshimori	2005	Identificar as razões que levaram as empresas japonesas a alcançarem desempenho superior ao das americanas	Estudo de caso	A governança corporativa fornece uma contribuição limitada para explicar o desempenho corporativo no longo prazo, destacando que outros fatores, como missão, ética, cultura e estratégia, são mais relevantes para o sucesso empresarial.
Silveira, Yoshinaga e Borba	2005	Analisar criticamente a teoria dos <i>stakeholders</i> .	Ensaio teórico	Exposição de fragilidades conceituais da teoria dos <i>stakeholders</i> , que levam à consideração da teoria da maximização da riqueza dos acionistas como a função-objetivo da corporação mais robusta conceitualmente para o alcance de maior bem-estar social, a maximização da produtividade e eficiência da companhia e uma melhor avaliação do desempenho dos administradores.
Coombs e Gilley	2005	Investigar os efeitos da gestão do relacionamento com as partes interessadas sobre a remuneração do CEO.	<i>Panel data models</i>	As dimensões referentes à gestão do relacionamento com os <i>stakeholders</i> – empregados, clientes, fornecedores e comunidade – estão negativamente associadas à remuneração dos CEOs. Os Conselhos de Administração não incentivam os CEOs a se engajarem em iniciativas que visem a atender às demandas das partes interessadas.

continua

continuação

Autor(es)	Ano	Objetivo	Método	Resultado
Balser e McClusky	2005	Examinar a gestão das partes interessadas em organizações sem fins lucrativos.	Entrevista semiestruturada	A efetividade das organizações sem fins lucrativos está relacionada com uma postura ativa nas negociações com as partes interessadas.
Kassinis e Vafeas	2002	Investigar os determinantes da violação de leis ambientais pelas organizações.	Análise de regressão e <i>Panel data models</i>	A probabilidade de as firmas violarem as leis ambientais aumenta com o tamanho do Conselho de Administração, indicando que colegiados compostos por maior número de conselheiros são menos efetivos.
Adler e Chaston	2002	Identificar a percepção de contadores públicos, analistas de investimento e conselheiros em relação ao declínio das organizações.	Aplicação de questionário	Os <i>stakeholders</i> fundamentam suas percepções sobre o momento da organização a partir das dimensões referentes à inovação, ao aprendizado e aos clientes.
Andrade	2002	Analisar as interações da Aracruz com os <i>stakeholders</i> durante o processo de formação de estratégias socioambientais corporativas no que tange às demandas de mercado, de regulação e de comunicação.	Estudo de caso, com entrevista semiestruturada, análise documental e observação não-participante	A empresa identifica os elementos mais importantes desses jogos socioambientais e formula estratégias para influenciá-los mediante o planejamento de um sistema de representação e defesa dos seus interesses.

3. MÉTODO DE PESQUISA

A seguir será apresentado o tipo de pesquisa que será conduzido e os procedimentos para coleta e análise de dados.

3.1. TIPO DE PESQUISA

De acordo com Vergara (2005), esta pesquisa pode ser caracterizada quanto aos fins como exploratória e descritiva. Além disso, possui caráter qualitativo, pois “trabalha, acima de tudo, com textos” (FLICK, 2009, p. 14), e contempla a análise de conteúdo como instrumento metodológico. Bardin (2010) assim define a análise de conteúdo:

Um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens. (BARDIN, 2010, p. 44).

O conteúdo a ser analisado está presente nos relatórios relativos às sessões de julgamento dos PAS, os quais são publicados pela CVM em sua página eletrônica. Segundo Sá-Silva, Almeida e Guindani (2009), a riqueza de informações que podem ser extraídas dos documentos justifica o seu uso em diversas áreas de pesquisa, uma vez que amplia a compreensão dos fenômenos.

Além do histórico relativo aos fatos investigados, os relatórios divulgados pela CVM apresentam as razões que fundamentaram os julgamentos dos processos, em rito ordinário, pelo colegiado da autarquia. Todos os documentos são oficiais e correspondem aos PAS julgados no período compreendido entre 2007 e 2011. O acesso aos relatórios pode ser realizado sem custo por qualquer pessoa interessada.

Cabe ressaltar que a escolha do método de pesquisa considerou a sensibilidade do objeto em estudo. Estudar Conselhos de Administração significa investigar a cúpula das organizações, frequentemente composta por pessoas experientes, que gozam de reputação e prestígio. Em decorrência desse aspecto, realizar entrevistas com tais profissionais pode representar uma das maiores dificuldades quando se pretende abordar o tema. Além disso, pela própria natureza humana, é possível deduzir que a disponibilidade de conselheiros e

gestores que tiveram sanções aplicadas pela CVM em decorrência de infrações cometidas na condução dos negócios é praticamente inexistente.

3.2. AS FASES DA ANÁLISE DE CONTEÚDO

Segundo Bardin (2010), a análise de conteúdo pode ser dividida em três fases: a pré-análise, a exploração do material e o tratamento dos resultados, seguido da inferência e interpretação. A pré-análise representa a fase da organização, e é nela em que o pesquisador deve escolher o material a ser analisado: cartas, entrevistas, jornais, textos jurídicos, panfletos, discursos, entre outros. A autora recomenda que, durante a pré-análise, o pesquisador faça uma “leitura flutuante” (BARDIN, 2010, p. 122), para estabelecer contato com o material a analisar e conhecer o texto.

Com o universo estabelecido, é necessário constituir um *corpus*, que pressupõe a aplicação de determinadas regras: exaustividade, representatividade, homogeneidade e persistência. Quanto à exaustividade, não se pode excluir qualquer dos elementos por esta ou aquela razão, como por exemplo, pela dificuldade de acesso ou pela impressão de não interesse, sem que haja justificativas rigorosas.

Além disso, o material retido deve ser homogêneo, o que significa para o pesquisador seguir critérios precisos de escolha, e adequados, enquanto fonte de informação. Em resumo, o material retido deve corresponder ao objetivo da análise.

A exploração do material, de acordo com Bardin (2010), compreende as operações de codificação, decomposição ou enumeração, as quais serão tratadas em detalhes na seção seguinte.

A última fase, que consiste no tratamento dos resultados, implica a realização de operações estatísticas simples ou complexas, de forma que seja possível transformar os dados brutos em informações significativas e válidas. Nesta fase, a autora sugere a criação de diagramas, figuras ou modelos, para que o pesquisador visualize as informações fornecidas pela análise, proponha inferências e realize as interpretações a respeito dos objetivos previstos.

3.3. PROCEDIMENTOS PARA COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

3.3.1. Pré-Análise

Na pré-análise, a relação de todos os PAS julgados pela CVM foi transferida para uma planilha construída com o programa de computador Microsoft[®] Office[®] Excel 2007. Esse procedimento tornou-se necessário em função da ausência de padronização das informações gerais divulgadas no *menu* “processos administrativos sancionadores”, localizado no lado esquerdo da página principal do sítio do órgão regulador: número do processo, data da sessão de julgamento, razão social ou nome do acusado, e ementa. Em geral, esta última traz, de forma simplificada, a decisão do colegiado para cada motivo de acusação.

Para cada um dos PAS julgados, foi realizada uma conferência com o relatório divulgado pela CVM quanto aos acusados e decisões. Por meio desse procedimento, foi possível perceber que, em muitos processos, o nome dos acusados estava registrado somente nos relatórios, e não na página que traz as informações gerais. Dessa maneira, optou-se por incluir os nomes dos acusados para cada um dos PAS na planilha.

Essa fase também possibilitou identificar todos os PAS instaurados pela CVM junto a auditorias independentes, sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, administradores de carteira, bancos de investimento, sociedades mistas, fundos de pensão, analistas de investimento, agentes autônomos, entre outros, os quais serão desconsiderados nesse estudo. Portanto, conforme recomenda Bardin (2010), a fase de pré-análise permite identificar o material a ser analisado.

De 2007 a 2011, a CVM julgou 208 processos, o que representa uma média de 41,6/ano. Como as companhias abertas compreendem o foco dessa pesquisa, somente os PAS que dizem respeito às mesmas foram considerados. Com isso, a relação passou a contemplar 105 PAS, representando uma redução de 49,5% na comparação com o total julgado pela CVM no período em estudo.

Contudo, essa relação ainda não correspondeu ao universo da pesquisa, visto que o colegiado da CVM, após a apuração dos fatos, pode decidir absolver os acusados das imputações.

Cada PAS pode contemplar mais de um motivo de acusação. Por exemplo, o processo RJ2009/8440, julgado em 26/10/2010, teve três infrações analisadas: a) não manutenção do registro de companhia aberta atualizado, b) não elaboração, no prazo legal, das demonstrações financeiras e c) não convocação e não realização de Assembleia Geral Ordinária (AGO). Isso significa que um mesmo processo pode resultar em diferentes decisões do colegiado da CVM: advertência, multa, suspensão, inabilitação, proibição ou absolvição, para citar algumas.

Assim, além de trabalhar somente com os PAS envolvendo companhias abertas, essa pesquisa contemplou apenas as decisões do colegiado da CVM que resultaram na aplicação de sanções aos acusados. Em resumo, foram retirados todos os processos que implicaram, exclusivamente, a absolvição ou a advertência daqueles. De toda forma, foi suficiente que apenas uma das infrações cometidas resultasse na condenação dos acusados para que o respectivo processo fizesse parte do universo de pesquisa.

Desse modo, após a exclusão de todos os PAS cujos acusados foram absolvidos ou advertidos pelo colegiado da CVM, a relação passou a incluir 77 processos. A Figura 1 apresenta a quantidade de PAS em cada uma das etapas da pré-análise.

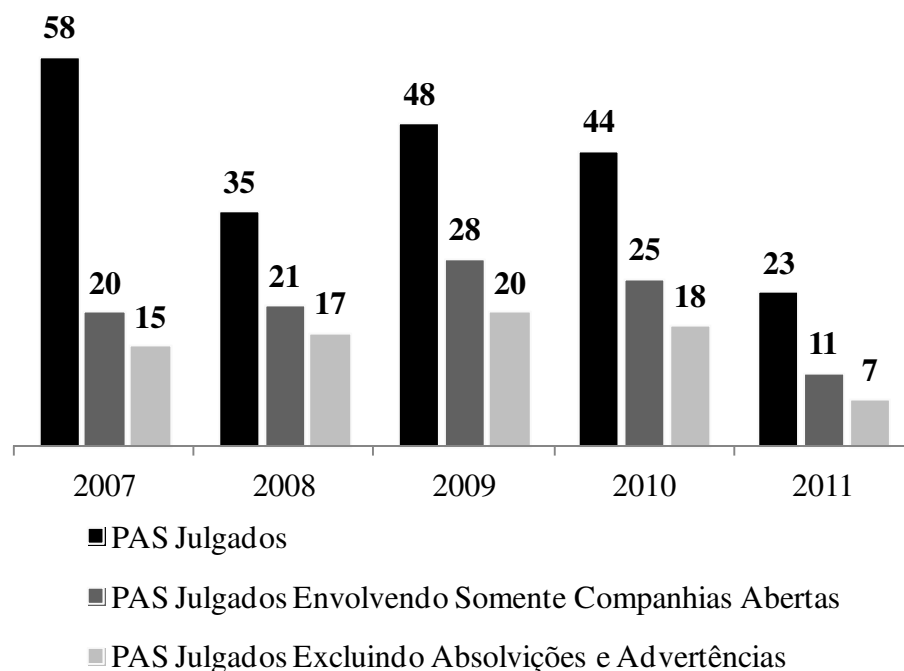


Figura 1: Quantidade de PAS

A seguir, o Quadro 3 apresenta um resumo dos PAS que compreendem o universo de pesquisa.

Quadro 3: Relação de PAS envolvendo companhias abertas, cujo julgamento foi desfavorável

ORDEM	DATA	PAS	COMPANHIA ABERTA
1	07/06/2011	19/09	Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A
2	23/08/2011	RJ2008/4857	Embratel Participações S/A
3	08/11/2011	RJ2011/2148	Gazola S/A Indústria Metalúrgica
4	08/11/2011	RJ2010/1582	Cerâmica Chiarelli S/A
5	06/12/2011	16/09	Vulcabrás S/A
6	06/12/2011	RJ2009/9439	Vulcabrás S/A
7	13/12/2011	13/09	Sadia S/A
8	14/12/2010	18/2008	Sadia S/A
9	30/11/2010	RJ2008/2569	Pantanal Plaza Shopping S/A
10	23/11/2010	RJ2010/4195	Vicunha Têxtil S/A
11	23/11/2010	10/08	Refinaria de Petróleo Ipiranga S/A
12	09/11/2010	04/07	Rimet Empreendimentos Industriais e Comerciais S/A
13	26/10/2010	RJ2009/8440	Indústrias Têxteis Barbero S/A
14	28/09/2010	RJ2009/2610	Clarion S/A Agroindustrial
15	24/08/2010	15/90	Barreto de Araújo Produtos de Cacau S/A
16	17/08/2010	RJ2009/1504	Eletrosilex S/A
17	20/07/2010	RJ2009/2146	Elebra S/A
18	13/07/2010	RJ2009/1365	Têxtil Renauxview S/A
19	22/06/2010	RJ2008-12124	Buettner S/A Indústria e Comércio
20	18/05/2010	RJ2009/1930	Montreal Empreendimentos Comércio e Indústria S/A
21	18/05/2010	RJ2009/2172	Renar Maçãs S/A
22	13/04/2010	RJ2008/12216	Companhia de Saneamento do Paraná - SANEPAR
23	23/03/2010	RJ2008/2916	Companhia Geral de Indústrias
24	16/03/2010	07/07	Sadia S/A
25	16/03/2010	RJ2008/8572	Olivebra S/A
26	15/12/2009	RJ2009/3792	Prediletos Alimentos S/A
27	15/12/2009	13/06	Paranapanema S/A
28	15/12/2009	19/05	Brasil Telecom S/A
29	08/12/2009	RJ2006/8798	Sharp S/A
30	08/12/2009	02/2007	Têxtil Renaux S/A
31	20/10/2009	RJ2008/6250	Metalon Indústrias Reunidas S/A
32	01/09/2009	RJ2007/8150	Maisa Participações S/A
33	01/09/2009	RJ2008/4842	Auferville Trust S/A
34	25/08/2009	RJ2008/2209	Construtora Sultepa S/A
35	25/08/2009	RJ2008/11199	Minupar Participações S/A
36	28/07/2009	RJ2008/9947	Recrusul S/A

continua

continuação

ORDEM	DATA	PAS	COMPANHIA ABERTA
37	16/06/2009	RJ2008/1766	Kleper Weber S/A
38	03/06/2009	RJ2008/8662	Manasa Madeireira Nacional S/A
39	20/05/2009	RJ2008/9511	Haga S/A Indústria e Comércio
40	19/05/2009	RJ2006/4511	Indústrias Coelho S/A
41	12/05/2009	RJ2008/2570	Participações ABC S/A
42	28/04/2009	RJ2008/1815	M&G Poliéster S/A
43	03/03/2009	RJ2007/4665	Mesbla S/A
44	27/01/2009	RJ2007/4376	Cia Lorenz
45	27/01/2009	RJ2008/5752	Recrusul S/A
46	16/12/2008	RJ2007/14044	Têxtil Renauxview S/A
47	02/12/2008	RJ2007/11851	Coest Construtora S/A
48	02/12/2008	RJ2008/2530	EMBRAER - Empresa Brasileira de Aeronáutica S/A
49	04/11/2008	RJ2006/5136	AL-CAR Empreendimentos e Participações S/A
50	07/10/2008	RJ2007/8109	Fator Empreendimentos Imobiliários S/A
51	07/10/2008	24/05	Bahema Equipamentos S/A
52	30/09/2008	25/04	Tele Centro Oeste Celular Participações S/A
53	23/09/2008	RJ2007/3613	TECBLU - Tecelagem Blumenau S/A
54	03/09/2008	15/06	Cachoeira Velonorte S/A
55	26/08/2008	RJ2006/5343	Companhia Brasileira de Antibióticos - CIBRAN
56	21/08/2008	RJ2006/5410	CNV - Cia Nacional do Vestuário
57	21/08/2008	20/abr	Springer S/A
58	17/06/2008	RJ2006/4849	Companhia Nacional de Alcalis
59	26/02/2008	SP2007/0118	Sadia S/A
60	26/02/2008	SP2007/0117	Sadia S/A
61	23/01/2008	RJ2006/9070	Varig S/A
62	23/01/2008	RJ2007/4107	Recrusul S/A
63	18/12/2007	RJ2006/4850	Alcalis Rio Grande do Norte S/A
64	31/10/2007	RJ2007/3639	Plascar Participações Industriais S/A
65	02/10/2007	RJ2001/11808	Indústria de Papéis Santo Amaro S/A
66	02/10/2007	RJ2006/9068	Varig S/A
67	10/07/2007	RJ2007/1079	Companhia Vale do Rio Doce
68	20/06/2007	22/04	Randon Participações S/A
69	23/05/2007	03/04	Newtel Participações S/A
70	24/04/2007	07/05	Mendes Júnior Engenharia S/A
71	04/04/2007	RJ2005/8604	Móveis de Aço Ângelo FG S/A
72	15/03/2007	RJ2005/0097	Tele Centro Oeste Celular Participações S/A
73	13/02/2007	RJ2005/8714	SPSCS Industrial S/A
74	31/01/2007	RJ2005/6763	Global Brasil S/A
75	24/01/2007	02/03	Bompreço S/A
76	24/01/2007	RJ2005/8528	S/A Indústria e Comércio Chapecó
77	17/01/2007	RJ2006/4776	Caemi Mineração e Metalurgia S/A

A observação de referido quadro permite perceber que algumas companhias abertas figuraram em mais de um processo, o que foi o caso, por exemplo, da Sadia S/A (cinco processos), Recrusul S/A (três processos), Tele Centro Oeste Participações S/A, Têxtil Renauxview S/A, Varig S/A e Vulcabrás S/A (cada uma com dois processos).

3.3.2. Exploração do Material

Antes de abordar os processos de codificação e de categorização propriamente ditos, entende-se ser necessário apresentar suas definições. De acordo com Bardin (2010), a codificação representa uma transformação dos dados em bruto do texto, que deve compreender a escolha das unidades, das regras de enumeração e das categorias. A categorização, por sua vez, “é uma operação de classificação de elementos constitutivos de um conjunto por diferenciação e, em seguida, por reagrupamento segundo o gênero, com os critérios previamente definidos” (BARDIN, 2010, p. 145).

A escolha das unidades significa o recorte do texto. Na pesquisa em questão, a unidade de registro correspondeu à frase e a unidade de contexto, ao parágrafo, que vem a facilitar a compreensão do significado exato da unidade de registro.

Quanto às regras de enumeração, que representam o modo de contagem, a opção foi pela frequência simples. Isso significa que quanto maior a frequência de aparição da unidade de registro, maior sua importância.

Para atender ao primeiro objetivo específico, as partes acusadas e punidas em cada um dos PAS foram codificadas no decorrer da leitura dos documentos. Convém ressaltar que a codificação considerou os cargos ocupados pelos acusados. Dessa maneira, um acusado pode ter representado duas ou três codificações, quando aquele acumulava cargos. Esse critério foi adotado tanto para a codificação dos acusados quanto dos punidos.

Cabe mencionar também que a codificação foi realizada de forma conservadora e, com a finalidade de melhor esclarecer esse critério, seguem alguns exemplos. Em determinados PAS, não há indicação do profissional que ocupava a Presidência do Conselho de Administração. Dessa forma, optou-se por classificar todos os representantes daquele colegiado como conselheiros.

Esse cuidado foi mantido para a codificação do CEO e do DRI. Somente os profissionais qualificados expressamente nos PAS, como tais, foram assim codificados, apesar de ser comum o Diretor Superintendente se equivaler ao CEO em algumas empresas. Logo, todo Diretor Superintendente foi codificado apenas como Diretor.

Para apresentar os acusados e punidos pela CVM com precisão, criou-se uma codificação específica para cada um deles, a exemplo de sócio-auditor, que não foi classificado em auditoria independente. Assim, dependendo do critério do pesquisador para promover essa codificação, é possível encontrar um número menor ou maior de codificações. Naturalmente, essa diferença não teria impacto algum na quantidade final de acusados.

Para atender aos demais objetivos específicos dessa pesquisa, foi necessário construir uma grade de categorias. A opção foi pela grade mista, o que representa unir uma grade fechada, ou seja, inspirada no arcabouço teórico e uma grade aberta, que implicou a identificação de subcategorias na medida em que o material foi sendo codificado. Dessa maneira, foi possível obter uma segmentação do conteúdo selecionado.

Como já mencionado, o Conselho de Administração é abordado pelas teorias da agência e dos *stakeholders*, sendo que cada uma trabalha com diferentes expectativas quanto às responsabilidades e atribuições de tal órgão. Desse modo, buscou-se trazer os elementos cruciais das teorias no que se refere ao Conselho de Administração, no sentido de tornar essa pesquisa viável, pois, conforme salientam Miles e Huberman (1994), é provável que o pesquisador não tenha o tempo necessário para condensar, ordenar, analisar e escrever sobre o material coletado. Seguindo recomendação desses mesmos autores, foi elaborado um *framework* com o objetivo de orientar a pesquisa e a construção das categorias. De acordo com Miles e Huberman (1994), os *frameworks* refletem o fato de que a pesquisa qualitativa é um processo seletivo, em que não é possível trabalhar com todos os dados disponíveis.

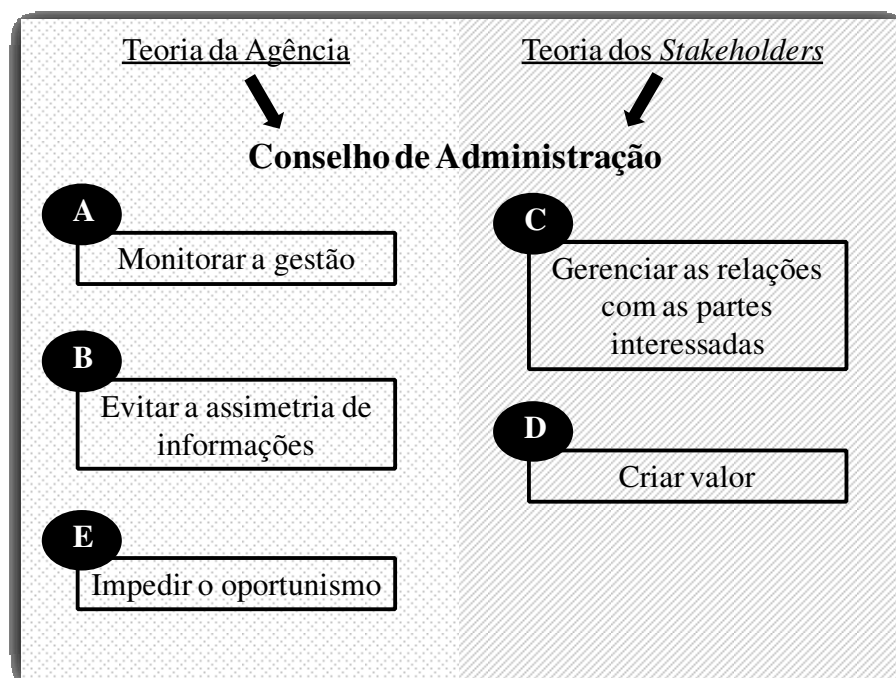


Figura 2: *Framework* da Pesquisa

Cabe notar que o *framework* traz aquilo que se espera de um Conselho de Administração efetivo, tanto sob a perspectiva da teoria da agência quanto dos *stakeholders*. Entretanto, como os documentos coletados compreendem processos instaurados pela CVM para apurar irregularidades, as categorias refletem exatamente o oposto do que é esperado de um colegiado efetivo.

A despeito da construção das categorias com base no referencial teórico, realizou-se uma leitura flutuante de alguns PAS para verificar se o material coletado estava aderente às mesmas. Com a finalidade de garantir uma escolha aleatória dos PAS, foi utilizada a média da ordem constante no Quadro 3 para cada ano, o que resultou na seguinte relação de documentos: PAS 04, 17, 36, 55 e 70. O material selecionado apresentou consistência parcial com a grade estabelecida, uma vez que dois processos tratavam das mesmas irregularidades.

Finalmente, cabe mencionar que, para esta pesquisa, foi adquirida licença de uso anual do *software* NVivo (versão 9.2.81.0), utilizado como ferramenta auxiliar na codificação dos PAS.

O Quadro 4 apresenta a grade de categorias completa, utilizada para atender os objetivos específicos 2, 3, 4, 5 e 6.

Quadro 4: Grade de categorias

OE	Categoria	Subcategorias	Definição Operacional	Referência
2	A - Ausência de monitoramento	Controle interno Ressalva de auditoria Sistema contábil Sistema de risco	Compreende as variáveis que remetem a falhas ou problemas nos sistemas contábeis, de risco ou controle, podendo englobar também ressalvas de auditoria independente nas demonstrações financeiras.	Para Fama e Jensen (1983b), o Conselho de Administração é o elemento crucial dos sistemas organizacionais de controle de decisão, uma vez que é sua responsabilidade ratificar e monitorar as decisões e escolhas da gestão. Eisenhardt (1989) afirma que os sistemas formais de informações, como orçamento e Conselho de Administração, são utilizados para controlar o comportamento da gestão.
3	B – Presença de assimetria informacional	Fato relevante Limite de 5% Informações periódicas Período de silêncio	Engloba as variáveis relacionadas à divulgação de informações.	Segundo Eisenhardt (1989), a teoria da agência considera a assimetria informacional dentre as premissas organizacionais. Arrow (1984) argumenta que a informação disponível às partes de uma transação é desigual.
4	C – Negligência dos interesses dos stakeholders	Denúncia de acionista Denúncia de MCF Denúncia de investidor	Compreende as denúncias recebidas pela CVM.	Para Porter e Kramer (2006), toda empresa precisa da permissão tácita ou explícita dos governos, comunidades e demais <i>stakeholders</i> para operar. Freeman e Reed (1983) sugeriram ser função do Conselho de Administração estabelecer como a organização deve lidar com as diferentes partes interessadas, principalmente com aquelas que detêm mais poder. Para tais autores, a organização deve ser governada, considerando o conjunto de <i>stakeholders</i> e seus respectivos interesses.

continua

continuação

OE	Categoria	Subcategorias	Definição Operacional	Referência
5	D – Destruição de valor	Suspensão do registro Perdas financeiras Prazo de vedação	Considera questões objetivas, a exemplo da imposição de perdas financeiras para as organizações, bem como qualquer situação que venha a trazer prejuízos à imagem corporativa.	Porter e Kramer (2006) argumentam que a reputação corporativa amplia a imagem da corporação, fortalece sua marca e valoriza suas ações. “Ninguém com algum conhecimento sobre o mundo dos negócios sugeriria que todos os administradores são igualmente competentes ou infalíveis...” (HENDRY, 2005, p. 58).
6	E – Presença de oportunismo	Informação privilegiada Abuso de poder Imputação de responsabilidade Interesse próprio Informação falsa Manipulação de eleição no CF	Abrange desvios ou fraudes cometidos com vistas à busca de interesse próprio, ganhos, benefícios ou lucros.	“Essas ferramentas não funcionarão se alguns atores forem desonestos (ou, de forma mais genérica, disfarçarem seus atributos ou preferências, distorcerem dados, ofuscarem questões ou confundirem as transações)” (WILLIAMSON, 1981, p. 554). Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa (BRASIL, 1976). “O homem econômico busca o interesse próprio [...]” (WILLIAMSON, 1981, p. 554).

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Antes mesmo de abordar os objetivos específicos, convém demonstrar os motivos de acusação que prevaleceram nos PAS. Com esse levantamento, foi possível identificar 321 infrações, sendo que as mesmas estão relacionadas principalmente ao descumprimento das instruções da CVM, bem como dos artigos contidos na LSA. No que se refere à Lei nº 6.385/76, apenas uma infração figurou na relação das infrações.

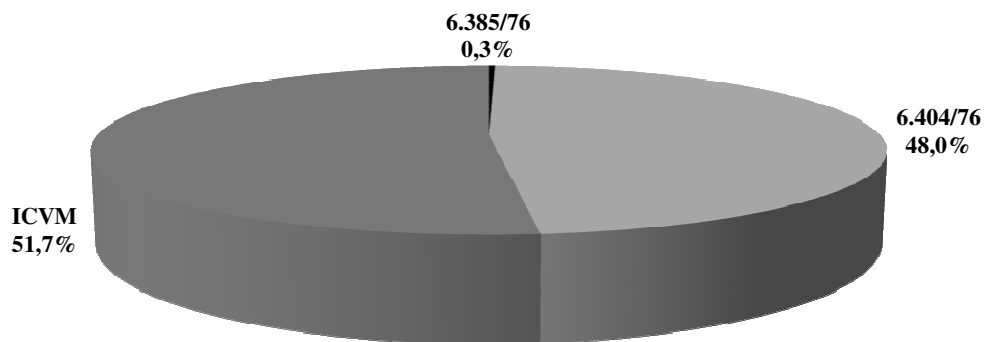


Figura 3: Proporção das infrações cometidas

Em relação à CVM, 12 instruções foram descumpridas em 66 PAS, o que significou 166 infrações no período em análise (ou 51,7% do total).

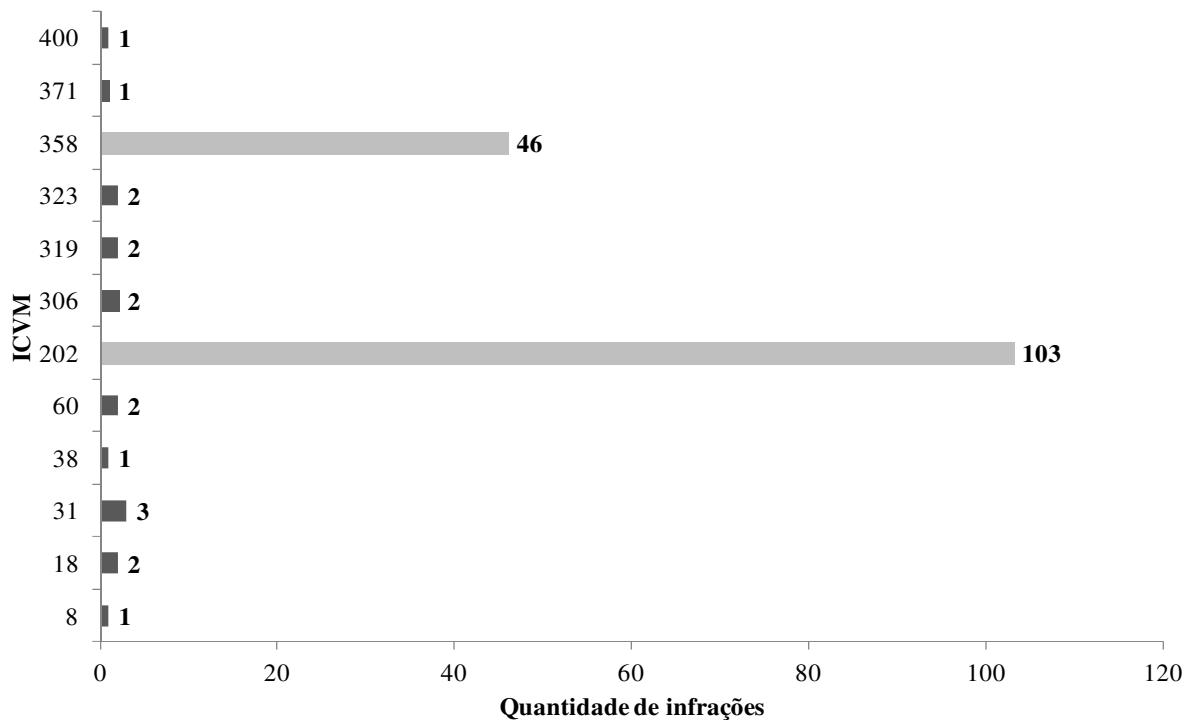


Figura 4: Quantidade de infrações por ICVM

Entretanto, como apresentado na Figura 4, há uma grande concentração das infrações nas Instruções CVM nº 202/93⁴ e CVM nº 358/02. No caso da ICVM nº 202/93, foram 103 infrações, enquanto, em relação à ICVM nº 358/02, foram detectadas 46. As 17 infrações restantes estão distribuídas em 10 instruções. Dessa maneira, considerou-se importante aprofundar um pouco mais essa análise, com a finalidade de compreender as principais disposições contidas nas Instruções CVM nº 202/93 e CVM nº 358/02.

Os artigos 6º, 13º, 16º e 17º predominaram entre os descumprimentos relacionados à ICVM nº 202/93. Basicamente, referidos artigos abordam as obrigações necessárias à manutenção do registro de companhia aberta, que contemplam o envio de informações periódicas e eventuais – demonstrações financeiras, editais de convocação, atas de assembleias, informações trimestrais, acordos de acionistas, dentre outras. Segundo o texto da ICVM nº 202/93, o DRI é o responsável por prestar tais informações.

Quanto à ICVM nº 358/02, prevaleceram infrações aos artigos 3º, 6º, 8º, 12º e 13º. A ICVM nº 358/02 trata da divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, e disciplina a divulgação de informações relativas à negociação de valores mobiliários e à aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta. Mais uma vez, a responsabilidade de promover a divulgação de fato relevante é do DRI.

Todavia, a ICVM nº 358/02 também estabelece um conjunto de obrigações aos acionistas controladores, diretores e membros dos Conselhos de Administração e Fiscal: (a) guardar sigilo das informações relativas a fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo que ocupam, (b) informar à companhia quando sua participação corresponder a 5% ou mais de suas ações e (c) não negociar com ações da companhia antes da divulgação de fato relevante ocorrido nos negócios.

Quanto à LSA, 18 artigos foram descumpridos em 62 PAS, o que significou 154 infrações no período em análise (ou 48% do total).

Diferentemente do observado em relação às instruções da CVM, percebeu-se uma distribuição mais equilibrada entre as infrações relacionadas à LSA, conforme pode ser constatado no Quadro 5, que inclusive apresenta o que dispõe os artigos infringidos.

⁴ Instrução revogada pela ICVM nº 480/09.

Quadro 5: Quantidade de infrações por artigo da LSA

Art.	Disposição	Frequência
115	O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.	2
116	Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.	1
117	O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.	5
132	Anualmente, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver 1 (uma) assembleia-geral para: I - tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras; II - deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos; III - eleger os administradores e os membros do conselho fiscal, quando for o caso; IV - aprovar a correção da expressão monetária do capital social (artigo 167).	25
133	Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas: I - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo; II - a cópia das demonstrações financeiras; III - o parecer dos auditores independentes, se houver; IV - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e V - demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.	15
142	Compete ao conselho de administração: I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia; II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; IV - convocar a assembleia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132; V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.	27

continua

continuação

Art.	Disposição	Frequência
152	A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.	1
153	O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.	7
154	O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.	2
155	O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.	14
156	É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe notificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.	1
157	O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.	13
161	A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.	3
170	Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.	2
176	Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício: I - balanço patrimonial; II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; III - demonstração do resultado do exercício; IV - demonstração dos fluxos de caixa; e V - se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.	28

continua

continuação

Art.	Disposição	Frequência
177	A escrituração da companhia será mantida em registros permanentes, com obediência aos preceitos da legislação comercial e desta Lei e aos princípios de contabilidade geralmente aceitos, devendo observar métodos ou critérios contábeis uniformes no tempo e registrar as mutações patrimoniais segundo o regime de competência.	6
224	As condições da incorporação, fusão ou cisão com incorporação em sociedade existente constarão de protocolo firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas, que incluirá: I - o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição; II - os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão; III - os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data a que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores; IV - a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra; V - o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação; VI - o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para efetivar a operação; VII - todas as demais condições a que estiver sujeita a operação.	1
245	Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.	1

No Quadro 5, a última coluna indica a quantidade de infrações cometidas por artigo da LSA.

É possível perceber uma sobreposição do disposto na LSA com o que estabelecem as instruções CVM nº 202/93 e CVM nº 358/02. Essa constatação pode ser visualizada no *cluster* seguinte, em que as legislações foram agrupadas de acordo com similaridades de codificação, calculadas com base no coeficiente de Pearson.

Resta evidente que, em geral, a ICVM nº 202/93 vem combinada com os artigos 132, 133, 142 e 176 da LSA (coeficientes de 0,668058, 0,487117, 0,716785 e 0,741376, respectivamente), enquanto a ICVM nº 358/02 está agrupada com o artigo 157 de referida Lei (coeficiente de 0,508284).

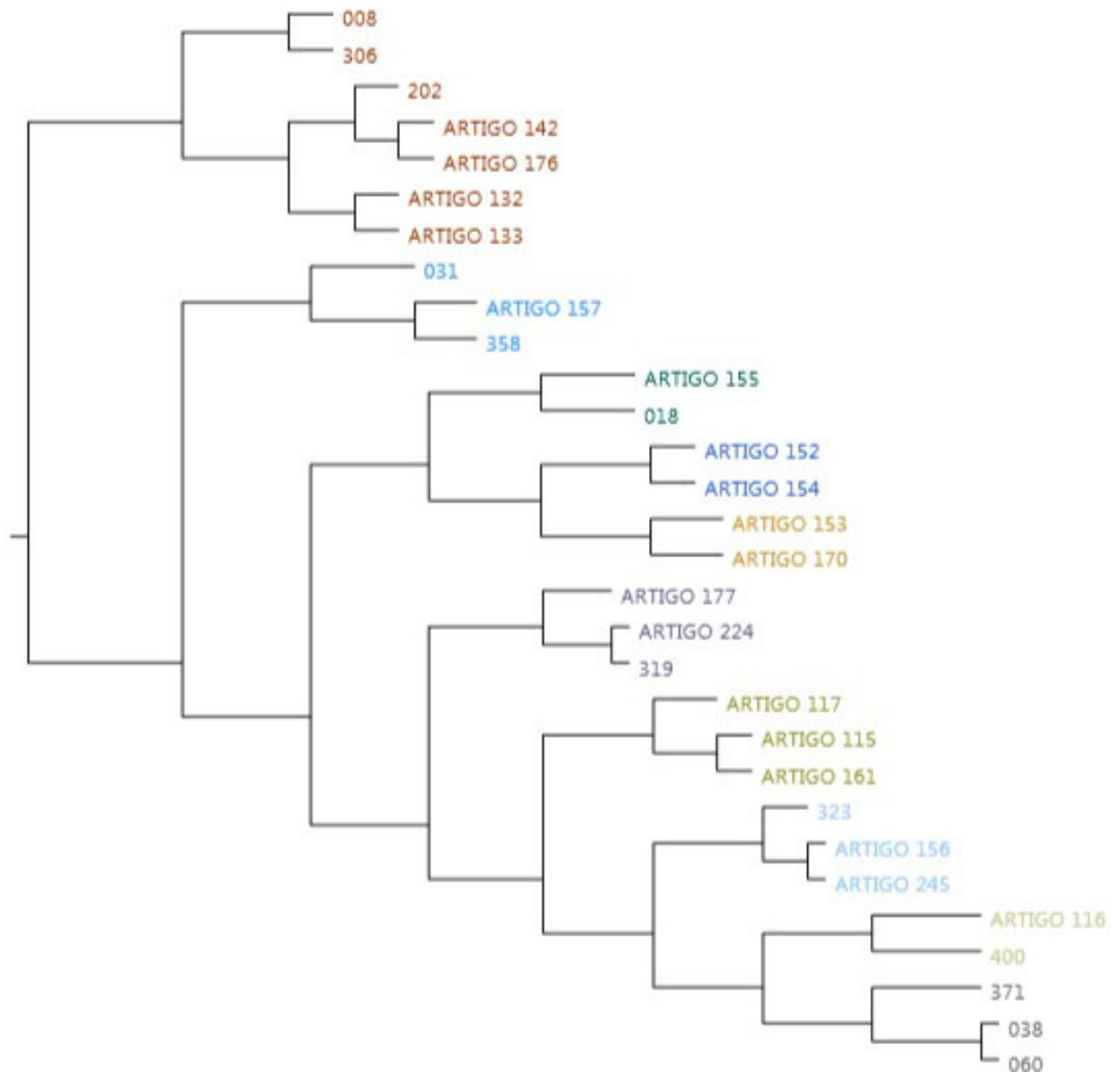


Figura 5: Legislação agrupada por similaridade de codificação

4.1. ATORES QUE OCASIONARAM A INSTAURAÇÃO DOS PAS

Ao concluir essa etapa de codificação, 464 acusados e 371 punidos foram identificados nos 77 PAS que compõem o universo de pesquisa, o que representa uma média de seis acusados e 4,8 punidos por processo. Assim, 80% dos acusados foram punidos pela CVM, que aplicou multas equivalentes a, aproximadamente, R\$ 88,9 milhões no período em análise. O Quadro 6 apresenta o resultado dessa codificação.

Quadro 6: Acusados x Punidos

	ACUSADOS		PUNIDOS		PUNIDOS/ACUSADOS
	Atores	PAS	Atores	PAS	
MCA	146	45	108	39	74,0%
DIRETOR	63	33	51	30	81,0%
DRI	59	50	59	50	100,0%
CEO	43	39	40	36	93,0%
PCA	38	35	34	31	89,5%
ACIONISTA ON	33	15	24	12	72,7%
ACIONISTA PN	12	9	11	8	91,7%
MCF	12	2	2	1	16,7%
CFO	10	9	9	9	90,0%
PARTE RELACIONADA	9	2	3	1	33,3%
FAMILIAR ADMINISTRADOR	8	5	3	2	37,5%
PROFISSIONAL DO MERCADO	6	3	5	2	83,3%
FUNCIONÁRIO	4	3	3	2	75,0%
INVESTIDOR	4	2	4	2	100,0%
SÍNDICO DA MASSA FALIDA	3	3	3	3	100,0%
AUDITOR	3	2	2	1	66,7%
EX-ADMINISTRADOR	3	1	3	1	100,0%
FUNDOS DE INVESTIMENTO	3	1	3	1	100,0%
CORRETORA	2	2	1	1	50,0%
PRESTADOR DE SERVIÇO	1	1	1	1	100,0%
FORNECEDOR	1	1	1	1	100,0%
AUDITORIA INDEPENDENTE	1	1	1	1	100,0%

Considerando que o Conselho de Administração representa o objeto de pesquisa, identificou-se a participação dos seus membros entre os acusados e punidos. O mesmo cuidado foi direcionado para a Diretoria das companhias abertas, visto que uma das atribuições daquele órgão colegiado é monitorar e fiscalizar os gestores.

Com o intuito de facilitar a observação, elaborou-se uma consolidação dos acusados e punidos. Com isso, o Conselho de Administração foi formado pela soma da quantidade de PCAs e MCAs, enquanto a Diretoria representou a soma da quantidade de CEOs, CFOs, DRIs e Diretores. Por sua vez, os Acionistas ON e PN foram unificados em Acionistas⁵.

A Figura 6 apresenta o resultado de referido processo.

⁵ *Chief Financial Officer*, traduzido no Brasil como Diretor Financeiro.

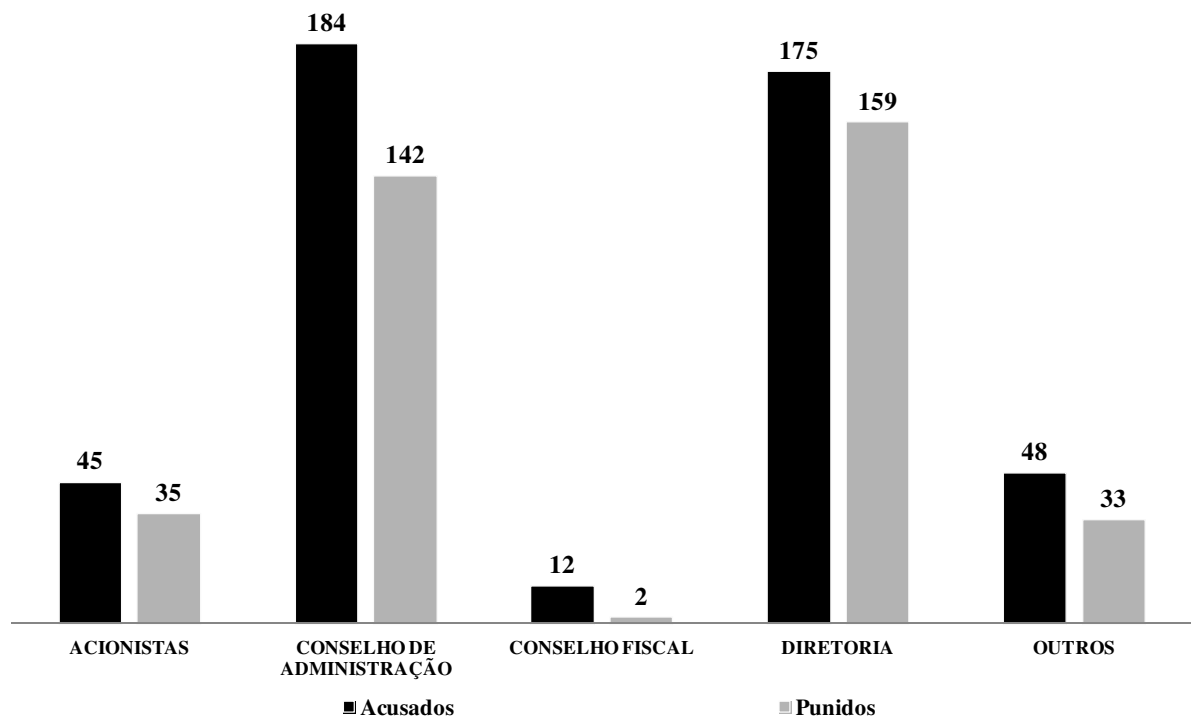


Figura 6: Consolidação dos Acusados e Punidos

Pela observação da Figura 6, fica evidente que o Conselho de Administração representa o grupo mais relevante no que diz respeito aos acusados. Os 184 conselheiros representaram quase 40% do total de acusados no período.

Um aspecto que contribui para esse resultado é o fato de o colegiado ser composto por vários membros. Em uma amostra de 346 companhias abertas, Martha (2012) detectou que 76% contavam com Conselhos de Administração compostos por cinco a 11 membros em 2011. Segundo o autor, conselhos muito pequenos podem não oferecer a diversidade necessária para o bom funcionamento do órgão.

Entretanto, ao observar a quantidade de PAS em que os conselheiros figuraram como acusados, foi possível perceber que, em média, os Conselhos de Administração eram compostos por 3,5 membros. Esse resultado encontra-se alinhado com a composição mínima de três membros estabelecida pelo artigo 140 da LSA, indicando uma ausência de comprometimento das companhias com as melhores práticas de governança corporativa.

Ainda em relação à Figura 6, constatou-se que o Conselho de Administração foi seguido de perto pela Diretoria, que teve 175 profissionais figurando em meio aos acusados. Contudo, há que se destacar uma distinção no que se refere à proporção de punidos nos dois grupos. Se, por exemplo, o Conselho de Administração contém o maior número de acusados, a Diretoria é o grupo que traz o maior número de punidos.

Enquanto 91% dos diretores acusados foram punidos, essa relação foi de 77% no caso dos conselheiros. Uma possível explicação para isso pode ser a tendência que existe, no Brasil, de as empresas contratarem alguns “notáveis – profissionais de grande visibilidade e destaque em sua área de atuação” – para ocuparem posições em seus respectivos Conselhos de Administração (PRADO; VILELA, 2012, p. 261).

A própria presença de “notáveis” nos Conselhos de Administração das companhias brasileiras pode inibir a aplicação de sanções. Como apresentado na Figura 7, os conselheiros foram acusados em 53 dos 77 PAS julgados pela autarquia. Já os diretores, figuraram como acusados em 61 PAS.

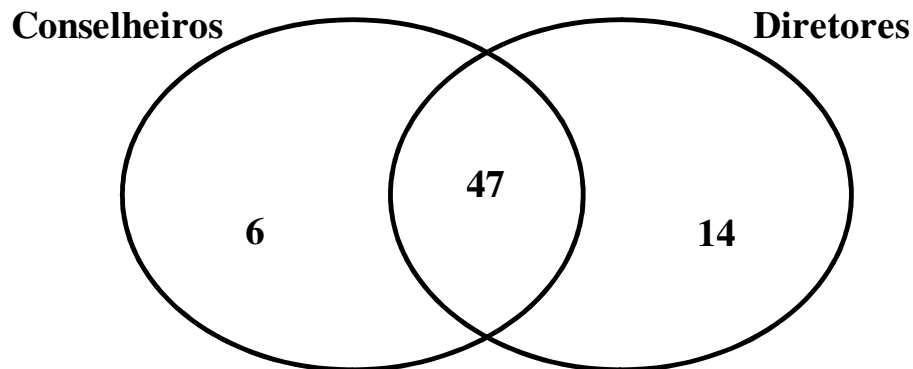


Figura 7: Quantidade de PAS em que figuram conselheiros e diretores como acusados

Pode-se acrescentar ainda que se forem considerados apenas os PAS envolvendo representantes do Conselho de Administração e da Diretoria, que totalizaram 67, aqueles em que a CVM apurou infrações cometidas exclusivamente por diretores somam mais que o dobro dos processos instaurados para investigar a atuação dos membros do Conselho de Administração.

É possível perceber que a instauração dos PAS foi principalmente motivada por irregularidades cometidas pela Diretoria, visto que esse grupo foi acusado em 79,2% do universo de pesquisa. Por sua vez, o Conselho de Administração figurou como acusado em 68,8% do total. Dessa forma, provou-se que a instauração dos PAS não foi primordialmente originada pela atuação do Conselho de Administração.

De toda forma, a presença da Diretoria como o grupo mais significativo em termos de punições é uma constatação que chama a atenção, especialmente a partir da expectativa que existe em torno do papel de monitor do Conselho de Administração. Ora, se a cada dez membros acusados da Diretoria, nove são punidos, é possível inferir que os conselheiros falharam na função de fiscalizar a gestão.

Apesar de verificar que a Diretoria originou a grande maioria dos PAS julgados pela CVM no período compreendido entre 2007 e 2011, foi elaborado um mapeamento completo dos atores envolvidos nos processos, que está apresentado no Quadro 7.

Quadro 7: Quantidade de atores mapeados nos PAS

Stakeholder Envolvido	Qtde. de PAS	Qtde. de indivíduos
MCA	51	162
CVM	77	77
PFE	77	77
Diretor	37	69
DRI	54	64
CEO	43	50
PCA	40	42
Acionista ON	22	42
Acionista PN	13	26
Investidor	8	22
Bovespa	18	21
MCF	4	18
Instituição Financeira	11	14
Junta Comercial	13	13
Fornecedor	7	10
CFO	9	10
Corretora	8	8
Gerente	5	7
Auditor independente	7	7
Funcionário	3	7
Ex-administrador	1	5
Familiar de administrador	4	5
Custodiante	4	4
Subsidiária	3	3
Síndico da massa falida	3	3
Controlada	1	3
DRH	2	2
Clube de Investimentos	1	2
Concorrente	2	2
Outros	1	6
TOTAL	77	781

A presença da CVM é observada em todos os PAS, pois cabe a ela instaurá-los. Da mesma forma, foi codificado um representante da PFE para todos os PAS, uma vez que a

CVM conta com o seu auxílio em todas as sessões de julgamentos. Assim, removendo a CVM e a PFE, o total dos atores codificados passou a ser de 627, o que significa uma média de 8,2 atores por PAS.

A Figura 8 permite observar os dez atores que predominaram como partes nos PAS, excluindo a CVM e a PFE.

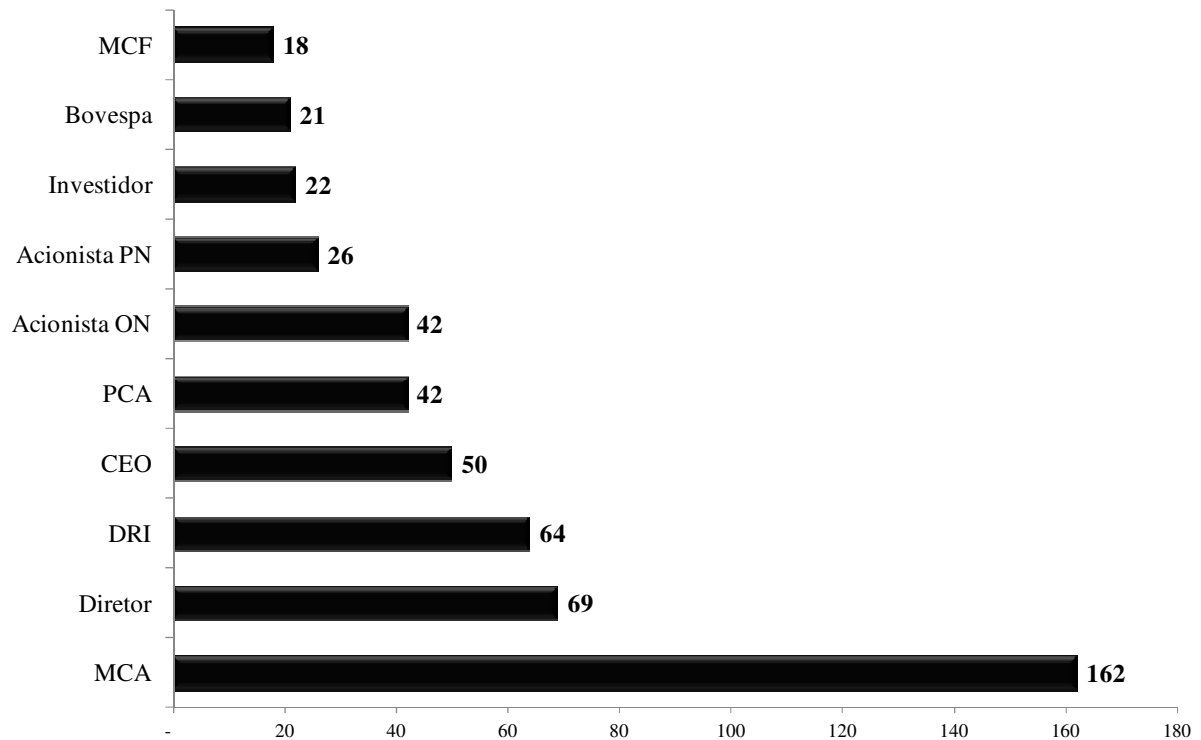


Figura 8: Atores predominantes

Foi possível perceber também que, muitas vezes, a CVM necessita de informações complementares para concluir suas investigações, as quais são especialmente obtidas junto à BM&FBovespa. Entretanto, ocasionalmente, as juntas comerciais também fornecem apoio à autarquia.

Ainda em relação ao mapeamento dos *stakeholders*, foi originado um diagrama que agrupou os dez atores predominantes de acordo com similaridades de codificação, calculadas com base no coeficiente de Pearson, a partir do *software* auxiliar.

A Figura 9 apresenta referido diagrama.

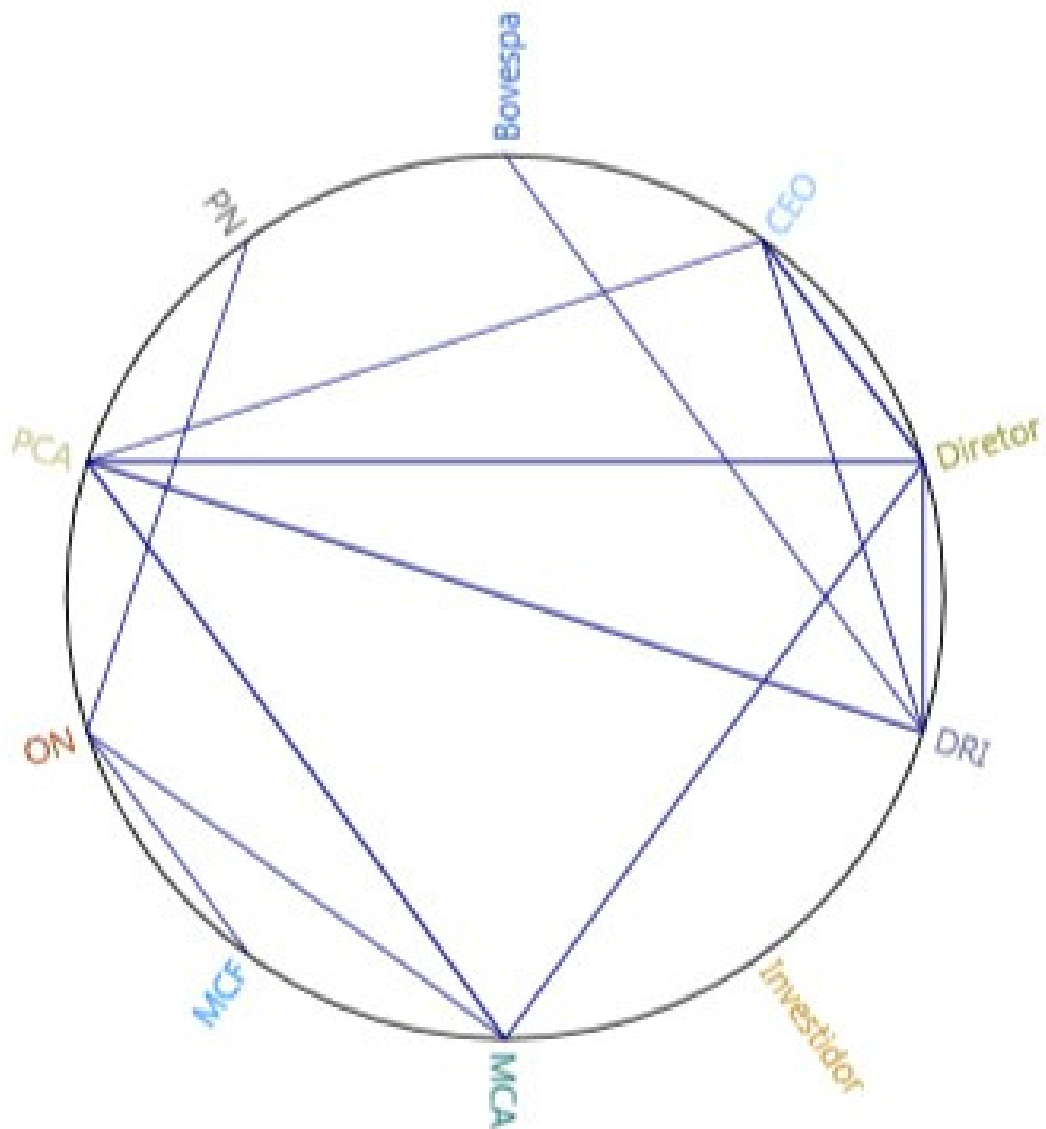


Figura 9: Atores agrupados por similaridade de codificação

A codificação envolvendo o PCA guardou relação positiva com aquela que contemplou Diretor, MCA, DRI e CEO, apresentando os seguintes coeficientes de correlação: 0,40473, 0,357631, 0,337811 e 0,244056, respectivamente. Apesar de positiva, a menor correlação do PCA com o CEO demonstra que não ocorreu o predomínio do CEO dual nos PAS analisados, motivo de preocupação para alguns pesquisadores, os quais entendem que essa estrutura prejudica o monitoramento da gestão (COTTER; SILVESTER, 2003; RUTHERFORD; BUCHHOLTZ, 2007; DONNELLY; MULCAHY, 2008; JACKLING; JOHL, 2009).

Um aspecto que deve ser mencionado em relação à Figura 9 é o fato de o Investidor não apresentar nenhuma conexão com os demais atores. Em verdade, esta não foi

demonstrada, pois se optou por apresentar apenas as conexões com o coeficiente de correlação superior a 0,20, a fim de facilitar a visualização das mesmas. Entretanto, convém destacar que o Investidor está positivamente correlacionado com o Acionista PN, ON e MCF (coeficientes de 0,18740, 0,16152 e 0,11209, respectivamente).

Conforme os defensores da teoria dos *stakeholders* assinalaram, o mapeamento das partes interessadas é de extrema utilidade para abordar questões relacionadas à governança corporativa, em especial àquelas relativas a disputas envolvendo grupos de controle ou conflitos existentes dentro dos Conselhos de Administração (FREEMAN; REED, 1983, p. 97). Ainda não há elementos para afirmar que existem conflitos dentro dos Conselhos de Administração das companhias abertas brasileiras.

No contexto dessa pesquisa, o mapeamento dos *stakeholders*, bem como dos acusados e punidos pela CVM, permite uma maior compreensão do mercado de capitais brasileiro, pois evidencia os atores mais relevantes, os quais, segundo os defensores da teoria dos *stakeholders*, devem receber atenção especial das organizações, uma vez que eles afetam as organizações.

A presença do DRI como acusado e punido em 50 PAS, por exemplo, pode indicar problemas quanto ao fluxo de informações nas organizações, uma vez que aquele profissional representa o elo entre o público investidor e a própria organização. Adicionalmente, os próprios Conselhos de Administração podem perceber a necessidade de tomar medidas corretivas, pois seus membros figuraram como acusados em 53 PAS e foram punidos em 51. Essa constatação revela problemas quanto à atuação do colegiado, que será investigada no decorrer dessa pesquisa. Reforçando essa situação, os diretores figuraram como acusados em 61 PAS e foram punidos em 59. Como esses devem ser fiscalizados pelos Conselhos de Administração, suas falhas podem ser interpretadas como omissões do próprio colegiado.

Entre os dez atores predominantes, percebe-se que os grupos internos à organização são os que prevaleceram, à exceção da BM&FBovespa, do Investidor e do Acionista PN. Em relação à BM&FBovespa, e como mencionado anteriormente, esta é parceira da CVM nos inquéritos administrativos, geralmente fornecendo informações relativas ao comportamento das ações das companhias em investigação, tais como preço, volume e relação de compradores e vendedores. Naturalmente, o comportamento das ações traz dados objetivos e concretos, sendo, portanto, necessário que as companhias abertas desenvolvam sistemas que gerem alertas aos administradores, sempre que movimentos atípicos ocorrerem, de forma que esses possam se antecipar ao órgão regulador.

Em relação ao Investidor e ao Acionista PN, suas presenças referem-se, principalmente, às denúncias de irregularidades submetidas à CVM, o que torna fundamental para as organizações estabelecerem uma agenda que enderece as demandas e preocupações daqueles grupos, e permita uma maior compreensão de suas expectativas, pois, conforme salientam Freeman e Reed (1983), os Conselhos de Administração devem estar cientes do impacto que suas decisões têm nas partes interessadas.

4.2. AS FALHAS DE MONITORAMENTO DOS CONSELHEIROS

Para atender esse objetivo específico, foram identificadas situações que remetem a falhas ou problemas nos controles internos, nos sistemas contábeis ou de risco. Além disso, as ressalvas nos pareceres dos auditores independentes também foram categorizadas em ausência de monitoramento.

No que se refere ao PAS 05, percebeu-se que o DRI da Vulcabrás S/A, ao realizar o acompanhamento das cotações das ações apenas mensalmente, deixou de notar as oscilações atípicas nas mesmas, ocasionadas em decorrência da aquisição do controle acionário da Calçados Azaléia S/A.

Em razão da baixa liquidez, fazia o acompanhamento das negociações com ações da Vulcabrás mensalmente, através de relatórios enviados pela Bovespa. (PAS 05, 2011, grifo nosso).

Tomou conhecimento dos movimentos com as ações no mês de junho na primeira semana de julho, mas as informações não lhe chamaram a atenção, pois as ações da Vulcabrás tinham um comportamento errático [...]. **Pelos mesmos motivos, o Fato Relevante não foi divulgado antes de 06/07/07, apesar das oscilações.** (PAS 05, 2011, grifo nosso).

Fama e Jensen (1983b) sustentam que o Conselho de Administração representa o fator mais importante no sistema de controle de decisão em uma organização. Por sua vez, Eisenhardt (1989) aponta que o Conselho de Administração tem o dever de monitorar a gestão, de forma a evitar o comportamento oportunista desta.

No PAS 05, o Conselho de Administração não foi punido por deixar de fiscalizar a gestão. Entretanto, alguns elementos confirmam a ausência de monitoramento do colegiado. O comportamento das ações de uma companhia aberta revela importantes informações sobre a sua gestão. No caso em referência, pode-se afirmar que o trabalho não conforme do DRI, o qual poderia ser segmentado em (i) não divulgar tempestivamente fato relevante ao mercado e

(ii) não monitorar o desempenho das ações representaria uma importante informação sobre a gestão.

Sob a perspectiva de Alchian e Demsetz (1972), o trabalho não conforme significa a predisposição do indivíduo para fazer algo pela metade ou de forma irresponsável, podendo acarretar na perda da credibilidade da organização. Em decorrência disso, e segundo aqueles autores, cabe ao monitor – isto é, ao Conselho de Administração – observar o comportamento dos membros individuais e imprimir disciplina à equipe de trabalho.

A despeito disso, o conselheiro de administração da Vulcabrás S/A, responsável por liderar as negociações com os controladores da Calçados Azaléia S/A, afirmou não ter tomado ciência das oscilações ocorridas nas cotações das ações daquela empresa, como pode ser verificado a seguir.

Não tomou ciência, à época, das oscilações ocorridas nos preços e volumes de negócios envolvendo as ações preferenciais da Vulcabrás.
(PAS 05, 2011, grifo nosso).

Situação similar ocorreu com o PCA da empresa.

Notou as oscilações nas negociações em junho e julho, mas não viu nada de mais, pois qualquer negociação com ações da Vulcabrás é atípica, dada a baixa liquidez dos papéis. (PAS 05, 2011, grifo nosso).

Por tais declarações, é possível notar que o acompanhamento das ações não era uma rotina no Conselho de Administração da Vulcabrás S/A. Caso contrário, a mesma justificativa teria sido fornecida pelos dois conselheiros. Desse modo, e considerando que acompanhar a evolução dos negócios com as ações compreende uma forma de monitorar a gestão, pode-se concluir que o Conselho de Administração da Vulcabrás S/A não exerceu sua atribuição de forma plena.

O PAS 08, além de deixar patentes as falhas nos controles internos e no sistema de risco da Sadia S/A, expôs as fragilidades do Conselho de Administração quanto à atividade de monitoramento que, para a teoria da agência, é um dos mecanismos adotados para se evitar o comportamento oportunista dos gestores (FAMA; JENSEN, 1983b; EISENHARDT, 1989). Convém mencionar que referida companhia incorreu em prejuízo bilionário ao realizar operações com derivativos tóxicos, por conta das oscilações no câmbio acarretadas pela crise financeira de 2008. Em função disso, não restou alternativa para a Sadia S/A, a não ser sua incorporação na rival Perdigão S/A.

Diversas incongruências podem ser observadas mediante a análise do PAS 08. Inicialmente, notou-se a negligência da gestão ao adotar um sistema de risco ineficaz, ou seja, incapaz de refletir a realidade das operações financeiras, de forma que os executivos pudessem tomar as decisões com base em informações precisas.

O sistema de controle de risco da Sadia – *risk control* – não estava preparado para o registro adequado das operações “2x1” e, conseqüentemente, não controlava efetivamente as alçadas nem os riscos das operações. Nesse sentido, **verificou-se que diversas operações foram realizadas com valores superiores à alçada da Diretoria Executiva.** (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Adriano Ferreira [CFO da Sadia S/A] declarou que só veio a perceber a existência de problemas de desenquadramento em 03/09/08, quando notou que estavam sendo necessários recursos excessivos para atender às chamadas de margem necessárias à cobertura de posições com derivativos. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Já os conselheiros [...] apresentaram respostas desencontradas sobre os responsáveis pelo acompanhamento dos controles de alçada. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Marcelo Fontana [MCA da Sadia S/A] **não precisou área alguma, tendo citado um “sistema de informática”.** (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Naturalmente, na medida em que os conselheiros possuem a atribuição de monitorar a gestão, eles também são responsáveis pelo mau funcionamento do sistema de risco da Sadia S/A (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983b; EISENHARDT, 1989). Sendo assim, desconhecer aspectos fundamentais sobre referido sistema corrobora o desempenho impróprio do Conselho de Administração da empresa.

Adicionalmente, essa percepção é reforçada pelo argumento de Hendry (2005), o qual admite que nem todo gestor é igualmente competente ou infalível. Isso torna a competência limitada dos executivos um problema potencial para o Conselho de Administração, o qual seria responsável, em função disso, por treiná-los e guiá-los a fim de que os desafios corporativos fossem superados. No caso da Sadia S/A, seu Conselho de Administração adotou uma postura quase que religiosa em relação à Diretoria Financeira.

Assim, **os conselheiros teriam acreditado, de boa-fé, nas apresentações realizadas pelo Diretor Financeiro,** que apontavam a consonância das operações realizadas com a Política Financeira [...].(PAS 08, 2010, grifo nosso).

Um aspecto que requer atenção está relacionado à defesa apresentada pelos membros do Conselho de Administração da Sadia S/A, em que argumentam que só poderiam ser responsáveis por assuntos que tivessem sido submetidos à apreciação do colegiado. Esse argumento prova que referido órgão não se percebia como monitor da gestão. Afinal, seria ingênuo esperar que o indivíduo monitorado levasse temas polêmicos à apreciação do Conselho de Administração, considerando que este tem a prerrogativa de contratar, demitir e definir a remuneração dos gestores (FAMA; JENSEN, 1983b).

Os membros do CA somente poderiam ser responsabilizados pelos negócios jurídicos sobre os quais tenham deliberado ou sobre atos de administração levados ao seu conhecimento, não sendo possível, legalmente, que assuntos, decisões ou operações que não foram sequer discutidos ou submetidos à apreciação daquele órgão sejam atribuídos à esfera de responsabilidade de seus membros. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Os dois extratos seguintes levam a perceber que o Conselho de Administração adotou um comportamento contrário ao defendido por Eisenhardt (1989), no que se refere à informação.

[...] **é preciso considerar que a Sadia não era um banco**, nem uma instituição financeira, **razão pela qual os seus conselheiros não precisavam deter conhecimento específico sobre tais assuntos**, em especial, sobre operações de derivativos com a sofisticação e a complexidade apresentadas nas chamadas operações “2x1”. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Assim, **sendo o CA um órgão receptivo, somente poderá haver controle quando não houver sonegação de informações**. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Para a autora, a informação é uma *commodity* e, portanto, pode ser adquirida. Não foi identificado nenhum esforço do colegiado em buscar informações junto a consultores ou bancos sobre a natureza das operações financeiras, situação que é agravada quando se percebe a sua importância nos resultados da Sadia S/A.

[...] **nos seis anos que antecederam a crise financeira, seus ganhos financeiros totalizaram cerca de R\$ 1,6 bilhão, representando 47% do resultado da Sadia no período**. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

As boas práticas de gestão orientam no seguinte sentido: **se a realização de operações com derivativos pode levar à descontinuidade da companhia, tais operações, conseqüentemente, merecem atenção especial nos sistemas de monitoração**. Essa monitoração, embutida no dever de diligência, [...] **se consolida em outros mecanismos, inclusive de controles internos**. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

A partir dessa perspectiva, **passo a rebater o principal argumento das defesas dos conselheiros: de que acreditavam nas apresentações realizadas pelo Diretor Financeiro**, que indicavam o estrito cumprimento da Política Financeira com as operações realizadas – e não tinham razão alguma para duvidar de tais apresentações. **Assumindo essas alegações como verdadeiras**, até porque não existem provas em contrário, **noto que os conselheiros, necessariamente, deixaram de cumprir uma importante faceta do dever de diligência, a saber, o “dever de se informar”**. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Adicionalmente, a despeito de contar com vários comitês que assessoravam o Conselho de Administração – Comitê de Finanças, Comitê Financeiro e Investimentos, Comitê de Risco, Comitê de Investimentos e Risco e Comitê de Auditoria – os mesmos não funcionaram na prática, o que pode sugerir um problema de agenda dos próprios conselheiros que formavam os mencionados comitês. O IBGC (2009, p. 34), por exemplo, recomenda que o conselheiro observe minuciosamente seus compromissos pessoais e profissionais e avalie se poderá dedicar o tempo necessário a novos colegiados.

O fato de os Conselheiros [...] não terem repetido exatamente o que constava da Política Financeira se justifica porque (i) **os Conselheiros tinham diversos outros compromissos profissionais e não exerciam somente o cargo de conselheiros da Companhia**. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Essa percepção ainda acrescenta uma questão em relação ao estudo de Eisenhardt (1989), em que argumentava que o desempenho do Conselho de Administração poderia ser medido pela quantidade de comitês. Nesses termos, o Conselho de Administração da Sadia S/A seria exemplar. Contudo, percebe-se um caráter subjetivo em relação a esse quesito, que envolve a qualidade das discussões travadas nas reuniões dos comitês, considerando, é claro, que elas ocorram.

Com exceção do Comitê Financeiro do CA, não há qualquer evidência da atuação dos demais comitês em 2008. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

O Comitê de Finanças não realizava o monitoramento mensal exigido pela Política Financeira, o que se denota, especialmente, das declarações dos membros do Comitê Financeiro e das Atas de suas reuniões. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Além disso, um aspecto que chamou a atenção está relacionado à subordinação da Diretoria Financeira ao PCA, uma vez que o Conselho de Administração não é um órgão executivo.

Walter Fontana [PCA da Sadia S/A] **teria encaminhado correspondência** aos “Diretores, Gestores, Chefes de Departamento, Supervisores e demais Colaboradores”, em 04/03/05, **informando que [...] a Diretoria Financeira deixaria de se reportar à Presidência Executiva para responder diretamente ao CA, “pela sua relevância estratégica”**. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Enquanto o Conselho acreditava na supervisão direta de Walter Fontana em relação à área financeira, este não a fazia ou, alternativamente, a fazia de modo incompleto, dado o seu alegado desconhecimento das operações daquela área. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

É necessário salientar ainda uma distorção no que se refere à subordinação da Gerência de Riscos à Diretoria Financeira. Dessa maneira, o CFO era simultaneamente responsável por tomar risco e realizar o seu controle.

Das declarações prestadas, consta, também, **o apontamento da Gerência de Risco como responsável pelo acompanhamento das operações financeiras**. No entanto, [...] **essa Gerência de Risco era diretamente subordinada à Diretoria Financeira**, razão pela qual suas considerações não chegavam ao alcance do CA, “com o qual a Gerência de Risco não tinha ligação direta”. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Em decorrência das apurações realizadas, a acusação conclui que **os prejuízos sofridos pela Sadia**, relacionados às operações financeiras em análise, **tiveram por causa:** (i) a inobservância dos limites para contratação de operações de *hedge*; (ii) a não adoção de medidas de *stop loss*; (iii) a não realização de testes de *stress*; (iv) o não funcionamento de Comitês estabelecidos na Política Financeira; (v) **o desconhecimento e postura alheia aos aspectos mais relevantes da Política Financeira, por parte dos membros do CA.** (PAS 08, 2010, grifo nosso).

[...] o CA não exercia qualquer tipo de fiscalização sobre as atividades da Diretoria Financeira. (PAS 08, 2010, grifo nosso).

Pode-se dizer que, no caso do PAS 08, o Conselho de Administração cometeu falhas quanto ao monitoramento da Diretoria Financeira. Percebeu-se que os conselheiros não possuíam a qualificação necessária para compreender o risco ao qual a companhia estava exposta. Detectou-se que os mesmos não possuíam conhecimento pleno sobre (i) a Política Financeira da empresa, (ii) o controle de alçadas e (iii) a distribuição de responsabilidades na organização. E identificou-se que os conselheiros jamais questionaram as operações realizadas pelo CFO.

Essas observações permitem inferir que os conselheiros se percebiam muito mais na obrigação de desempenhar as tarefas de serviço – aconselhamento, relacionamento e determinação da estratégia, do que as de controle (MINICHILLI; ZATTONI; ZONA, 2009;

BAMMENS; VOORDECKERS; VAN DE GILS, 2011). Entretanto, e conforme estudo conduzido por Minichilli, Zattoni e Zona (2009), é essencial que ocorram debates críticos entre os conselheiros para que seja gerado um impacto positivo na atividade de aconselhamento.

No PAS 28, a CEO e o CFO da Brasil Telecom S/A foram punidos por terem dispensado controles internos para a contratação de serviços junto a agências publicitárias. Com base em notícias publicadas na imprensa, divulgando que a empresa teria efetuado pagamentos às agências de publicidade SMP&B Comunicação Ltda. e DNA Propaganda Ltda. para a contribuição a campanhas políticas, a CVM decidiu instaurar inquérito administrativo.

Foram efetuados pagamentos à SMP&B e à DNA, no montante de R\$ 4,4 milhões, nos anos de 2003 e 2004, **sem suporte contratual**. [...] Os pagamentos foram aprovados ora pela Presidente, ora pelo Diretor-Financeiro. (PAS 28, 2009, grifo nosso).

[...] **os pagamentos relacionados ao presente caso seguiram a modalidade denominada “Pedidos Financeiros”, que se tratava de procedimento diferenciado e simplificado**, utilizado para adiantamentos e pagamentos urgentes, sem suporte contratual. (PAS 28, 2009, grifo nosso).

Do volume de pagamentos realizado pela BrT em 2004, apenas 0,6% realizou-se por meio de “Pedidos Financeiros”. **Dos 196 beneficiários dessa modalidade de pagamento, a SMP&B foi a sexta classificada no ranking de maior valor líquido recebido no ano de 2004** [...]. (PAS 28, 2009, grifo nosso).

Para Jensen e Meckling (1976, p. 6), o monitoramento compreende os esforços realizados para controlar o comportamento do agente, por meio de restrições orçamentárias, políticas de remuneração e regras operacionais. No PAS 28, pode-se dizer que o Manual de Compras da Brasil Telecom S/A representaria uma das regras operacionais vigentes na companhia, uma vez que o mesmo estabelecia os procedimentos necessários para a contratação de fornecedores. Apesar disso, a mera existência dos procedimentos não garantiu que os mesmos fossem adotados, como pode ser observado abaixo. É exatamente nesse ponto que se questiona a atuação dos conselheiros de administração da Brasil Telecom S/A, apesar de os mesmos não terem figurado como acusados no PAS 28.

Há evidências de falhas nos controles internos, corroborados por trabalho de auditoria interna realizado em julho de 2005, tais como falta de suporte documental, cálculo indevido das comissões [...]. (PAS 28, 2009, grifo nosso).

Um primeiro ponto a ser destacado é que, **de acordo com a defesa, as notas [...] foram solicitadas pelas áreas demandantes da BrT e coube à Presidente e ao Diretor-Financeiro apenas autorizar os pagamentos, [...].** Entretanto, **a inspeção [...] localizou telas do sistema de pagamentos SAP da BrT nas quais constam que todos os serviços relativos a todas as notas foram solicitados pela Presidência da BrT.** (PAS 28, 2009, grifo nosso).

Em alguns casos, inclusive, **os pagamentos foram feitos quase que imediatamente após o recebimento das faturas, e possivelmente antes da efetiva prestação de serviços,** quando havida. (PAS 28, 2009, grifo nosso).

[...] a acusação, quando descreveu a conduta dos acusados, **mencionou a existência de outra nota fiscal [...] emitida pela SMP&B, em 29/07/2004, no valor de R\$ 850.000,00, também autorizada pela Diretora-Presidente [...]. A nota fiscal indica a situação política nas regiões de atuação da Companhia após as eleições municipais de 2004, mas há que se notar que as eleições foram realizadas em 03/10/04 (1º turno) e 31/10/04 (2º turno), posteriormente à emissão e à aprovação da nota [...].** (PAS 28, 2009, grifo nosso).

Por dois anos consecutivos, os principais executivos da Brasil Telecom S/A efetuaram pagamentos a terceiros em regime de exceção, sem que nenhum alerta fosse gerado no Conselho de Administração. Como destacado acima, somente em 2005, a auditoria interna teria se posicionado sobre o assunto. Além disso, o próprio Conselho de Administração aprovou as demonstrações financeiras da companhia relativas ao período em que as despesas ocorreram, o que vem a comprovar a sua falha no monitoramento da gestão.

Cabe ressaltar que esse PAS traz à superfície as peculiaridades relativas aos serviços de propaganda e publicidade, os quais possuem características subjetivas e envolvem aspectos intangíveis, tais como a criatividade, dificultando a mensuração do valor cobrado por tais serviços. Em função disso, é recomendável que tais serviços sejam acompanhados com maior rigor pelo Conselho de Administração.

No PAS 37, a CVM responsabilizou os CEOs da Kepler Weber S/A pelos registros de créditos tributários no ativo da companhia, os quais teriam sido objeto de ressalva dos auditores independentes em dois trimestres consecutivos. Segundo a autarquia, a empresa deveria ter revisado o estudo técnico que embasou a contabilização do ativo fiscal diferido nas suas demonstrações financeiras, em decorrência da alteração da expectativa quanto à sua realização.

Os Relatórios de Revisão Especial apresentados no 2º e 3º ITR/2006 continham ressalvas do auditor independente [...] acerca do fato de (i) as premissas utilizadas para a formulação do estudo técnico que embasou a

constituição dos créditos tributários não terem se confirmado no decorrer dos períodos findos em 30/06/06 e 30/09/06, e (ii) que a administração da Kepler Weber não teria apresentado quaisquer revisões ou atualizações que indicassem haver razões para a manutenção da expectativa de geração de lucro tributável futuro. (PAS 37, 2009, grifo nosso).

Em resumo, manter o crédito tributário contabilizado no ativo significou apresentar uma situação econômico-financeira melhor do que a realidade. A dificuldade de avaliar a atuação do Conselho de Administração no caso do PAS 37 está relacionada à impossibilidade de detectar se tal colegiado teve acesso à ressalva do auditor independente.

Dessa forma, trabalhando com a suposição de que isso ocorreu, é possível inferir que tais administradores deixaram de fiscalizar a gestão. É natural pensar que um monitoramento cuidadoso resultaria em questionamentos aos gestores sobre referida ressalva, especialmente pelo fato de os mesmos terem, frequentemente, parte da sua remuneração atrelada aos resultados (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983b; EISENHARDT, 1989; CUNHA; MARTINS, 2007). Além disso, se o Conselho de Administração deve trabalhar para que os interesses dos *stakeholders* caminhem, de forma harmoniosa, na mesma direção (FREEMAN et al., 2010), pode-se alegar que manter o registro de um ativo questionado por um auditor independente representa uma conduta pouco conservadora, em virtude do descolamento da realidade.

O PAS 38 foi instaurado pela CVM para apurar as ressalvas da auditoria independente nas demonstrações financeiras da Manasa Madeireira Nacional S/A, relativas à ausência de registro dos encargos financeiros devidos pela empresa à sua controladora.

[...] nos Demonstrativos Financeiros referentes aos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro [de] 2004 e 31 de dezembro de 2005, os auditores emitiram pareceres com ressalva. Nestes, **entenderam que o balanço da companhia não correspondia à real situação patrimonial da Manasa justamente por não contabilizar os encargos da dívida.** (PAS 38, 2009, grifo nosso).

No PAS 38, a ausência de monitoramento do colegiado da Manasa Madeireira Nacional S/A é evidente, pois além da responsabilidade de apreciar as demonstrações financeiras, cabe ao Conselho de Administração aprovar sua submissão à AGO. Assim, pode-se depreender do PAS 38 que o colegiado aprovou as demonstrações financeiras da empresa, a despeito da ressalva da auditoria independente.

Convém mencionar que uma opinião com ressalva de auditor independente indica a existência de distorções nas demonstrações financeiras, tendo, portanto, o potencial de influenciar negativamente as decisões de investimento na companhia. Dessa maneira, seria

natural esperar que o Conselho de Administração envidasse esforços para corrigir as distorções e, assim, evitar a destruição de valor (FREEMAN et al., 2010). Entretanto, essa conduta não foi observada, visto que a mesma situação se repetiu por dois exercícios seguidos, o que comprova a falta de monitoramento dos conselheiros.

No PAS 53, conselheiros e diretores da TECBLU – Tecelagem Blumenau S/A foram punidos por apresentar as demonstrações financeiras da companhia em desacordo com a legislação pertinente, implicando ressalva dos auditores independentes por três exercícios fiscais consecutivos.

A companhia esclareceu em correspondência datada de 01/08/06 que **não mantinha controles permanentes relativos aos saldos do Ativo Permanente Imobilizado [...]**. (PAS 53, 2008, grifo nosso).

No caso, **como a TECBLU não realizou o inventário físico dos bens do ativo imobilizado e não possuía controle patrimonial por bem desse grupo de contas**, ficou comprovado que **as demonstrações financeiras dos exercícios sociais findos em 31/12/04, 31/12/05 e 31/12/06 não foram realizadas de acordo com as exigências legais**, principalmente porque o referido ativo representava 88,58% dos ativos totais da companhia em 2004, 87,72% em 2005 e 88,73% em 2006. (PAS 53, 2008, grifo nosso).

Ademais, observamos que **o ITR referente ao 1º trimestre do ano corrente apresenta seu relatório de revisão dos auditores com ressalva da mesma natureza não somente para o Imobilizado como também para Caixa e Estoques [...]**. (PAS 53, 2008, grifo nosso).

Em relação a esse PAS, observou-se que, para punir os conselheiros de administração, a CVM acionou os incisos III e V do artigo 142 da LSA, os quais dispõem que o colegiado tem a responsabilidade de fiscalizar a gestão dos diretores e manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da Diretoria.

Deve ser destacado também que as defesas apresentadas pelos diretores e conselheiros foram semelhantes, o que demonstra um alinhamento no discurso dos diferentes órgãos. Portanto, é possível perceber que não há uma separação de fato entre a Diretoria e o Conselho de Administração, sendo este último apenas uma extensão do primeiro. Essa percepção é confirmada pelo fato de as distorções nas demonstrações financeiras terem permanecido por três anos consecutivos.

Tanto o PAS 38 quanto o PAS 53 possibilitam identificar que a auditoria independente auxilia o Conselho de Administração a reduzir o problema de *hidden-information*, que pressupõe, segundo Arrow (1984), que o agente possui mais informações do que o principal.

De toda forma, é inquietante notar que o colegiado pode não tomar nenhuma atitude, mesmo tendo conhecimento de uma não conformidade.

Similarmente, no PAS 54, a CVM também apurou irregularidades na elaboração das demonstrações financeiras da Cachoeira Velonorte S/A, o que resultou na punição de diretores e conselheiros.

Quanto à reavaliação do ativo imobilizado, constataram-se as seguintes irregularidades, [...]: (1) a inexistência de controle analítico que permita identificar o valor contábil de cada bem; (2) a não especificação do custo corrigido e das depreciações acumuladas de cada bem; (3) a falta de especificação da vida útil de cada bem reavaliado; e, por fim, a contabilização do imposto de renda diferido como integrante do Passivo Circulante. (PAS 54, 2008, grifo nosso).

[...] contrariamente ao disposto no art. 176, § 2º, da Lei nº 6.404/76 e ao art. 14 da Instrução CVM nº 319/99, **contas semelhantes e pequenos saldos foram agregados com a indicação de sua natureza, mas ultrapassaram 10% do valor do respectivo grupo de contas.** (PAS 54, 2008, grifo nosso).

Apurou-se que **nos balanços referentes aos exercícios de 2003 e 2004 a administração da Companhia não atualizou o valor dos créditos habilitados na Concordata Preventiva [...].** (PAS 54, 2008, grifo nosso).

No PAS 54, a gestão da empresa confeccionou as demonstrações financeiras sem observar a legislação aplicável. Assim como nos PAS anteriores, o Conselho de Administração não se manifestou sobre tais documentos, aceitando-os de forma silenciosa, revelando a passividade do colegiado.

Em relação aos PAS 38, 53 e 54, considera-se salutar levantar a hipótese de que a ausência de monitoramento do Conselho de Administração esteja relacionada ao predomínio de conselheiros internos, pois segundo os teóricos, a independência do colegiado é essencial para garantir a fiscalização dos gestores e proporcionar o melhor desempenho organizacional (FAMA; JENSEN, 1983b; EISENHARDT, 1989; JACKLING; JOHL, 2009). Além disso, é conveniente lembrar que empresas familiares, de acordo com Setia-Atmaja (2009), apresentam uma menor proporção de conselheiros independentes.

Do total de PAS que contemplava o universo de pesquisa, aqueles que foram associados à categoria ausência de monitoramento somaram sete. Com a leitura do material, essa categoria foi destrinchada nas subcategorias controle interno, ressalva de auditoria, sistema contábil e sistema de risco.

A Figura 10 traz um mapa de árvore com as subcategorias, o que permite visualizar o peso de cada uma delas no todo. É importante ressaltar que os PAS 08 e 53 tiveram elementos

codificados em duas subcategorias. O primeiro foi codificado em sistema de risco e controle interno. No caso do PAS 53, encontram-se elementos codificados em sistema contábil e ressalva de auditoria.

Pode-se perceber que os principais problemas identificados na categoria ausência de monitoramento estão relacionados aos controles internos e às ressalvas de auditoria. Entretanto, é necessário considerar a relevância da subcategoria sistema de risco, a despeito de a mesma estar associada a único PAS, pois a ineficácia do sistema de risco adotado, aliada a outros fatores já comentados anteriormente, resultou na incorporação da Sadia S/A por sua rival.

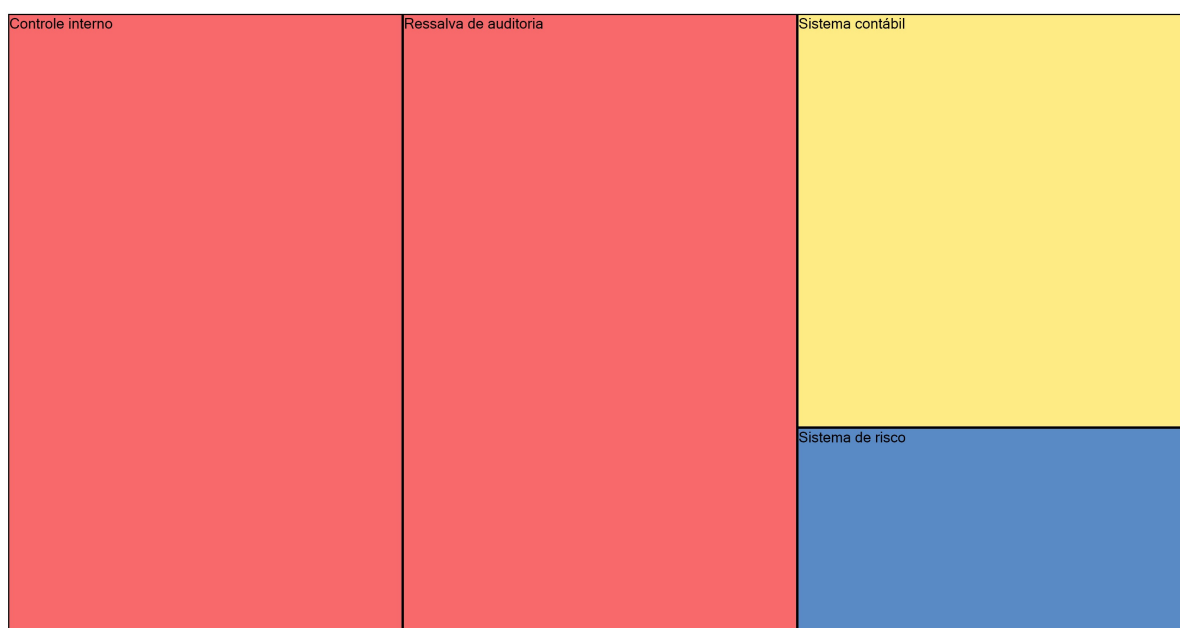


Figura 10: Mapa de árvore das subcategorias em ausência de monitoramento

Na subcategoria controle interno, estão compreendidos os PAS 05, 08 e 28, sendo que os conselheiros foram punidos nos dois primeiros casos, em função de não terem divulgado informação a despeito da omissão do DRI, e não terem empregado o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios. Essa situação chama a atenção para a falta de consenso da CVM quanto às punições dos conselheiros. Observa-se que é comum a autarquia aplicar penalidades aos diretores, em função da dificuldade em atribuir responsabilidades aos conselheiros pelo fato desses não terem funções executivas.

Percebe-se que a maior parte das disposições na LSA, envolvendo as competências do colegiado, apresenta caráter genérico, amplo e, muitas vezes, subjetivo. Inúmeras interpretações são possíveis, por exemplo, a partir da seguinte disposição: compete ao

Conselho de Administração fiscalizar a gestão dos diretores. Certamente, a gestão dos diretores engloba incontáveis atos, e fiscalizar, para muitos, não significa tomar atitude alguma diante de irregularidade. Essa abrangência dificulta a atuação dos conselheiros e impede a CVM de aplicar sanções aos mesmos.

Fama e Jensen (1983a), por exemplo, argumentam que os conselheiros são responsáveis pelos controles internos nas companhias abertas, porém a CVM não considerou esse pressuposto ao julgar o PAS 28, punindo apenas os diretores da Brasil Telecom S/A, por terem dispensado controles internos na contratação de fornecedores. Nesse PAS, inclusive, a CVM sequer ouviu os conselheiros da companhia. Tal incongruência sugere a necessidade de haver um aprofundamento no assunto, de forma que seja possível facilitar a atuação do colegiado e das autoridades regulatórias.

O PAS 08, ainda na subcategoria controle interno, também traz uma questão que merece atenção. Hendry (2005) admite que nem todo gestor é igualmente competente ou infalível. Entretanto, o autor não faz menção à possibilidade de tal premissa ser estendida aos conselheiros de administração. A avaliação do PAS 08 permite constatar que os membros dos Conselhos de Administração podem carecer de determinados conhecimentos, sugerindo potenciais problemas para os acionistas.

À subcategoria ressalva de auditoria, foram associados os PAS 37, 38 e 53. Apenas no PAS 53, a CVM puniu os conselheiros, o que mais uma vez remete à ausência de consenso no colegiado da autarquia em relação à aplicação de sanções aos membros dos Conselhos de Administração.

Na subcategoria sistema contábil, estão englobados os PAS 53 e 54. Em ambos os PAS, a CVM puniu os conselheiros por não se manifestarem sobre as demonstrações financeiras elaboradas em desacordo com a legislação pertinente. Por fim, e como ressaltado anteriormente, a subcategoria sistema de risco compreende exclusivamente o PAS 08, o qual foi explorado em detalhes ao longo dessa seção.

A partir das evidências destacadas, entende-se que a reflexão mais importante refere-se às expectativas relacionadas à missão do monitor. Para Jensen e Meckling (1976, p. 6), “o termo monitorar inclui mais do que apenas mensurar ou observar o comportamento do agente”. Ele compreende esforços para controlar o comportamento do agente por meio de restrições orçamentárias, políticas de remuneração e regras operacionais, de forma que a possibilidade de o agente capturar privilégios seja mitigada. Eisenhardt (1989) compartilha dessa visão, ao sustentar que os Conselhos de Administração fazem parte dos sistemas de

informações necessários para que o comportamento dos agentes seja observável e, dessa forma, o oportunismo seja controlado.

Desse modo, de acordo com Jensen e Meckling (1976) e Eisenhardt (1989), o monitor tem a finalidade de impedir que o agente priorize o seu interesse. Com base nessa perspectiva, e considerando os PAS analisados, pode-se dizer que, como os gestores não adotaram o comportamento oportunista, ou seja, não alcançaram vantagens ou benefícios pessoais, o Conselho de Administração teria realizado plenamente a sua missão.

Entretanto, identificar que o Conselho de Administração foi silente quanto a sistema de risco ineficaz, perceber que o colegiado recebeu pareceres de auditores com ressalvas sem fornecer instruções para corrigir os problemas detectados, ou ainda, notar que o órgão ignorou o descumprimento das regras operacionais pelos principais executivos, para citar alguns exemplos, sugere que o monitor possui mais atribuições do que simplesmente evitar o comportamento oportunista da gestão, o que vai ao encontro das atividades relacionadas por Alchian e Demsetz (1972, p. 782), no contexto do trabalho em equipe. Esses autores entendem que o monitor deve medir o desempenho, distribuir recompensas, observar o comportamento para estimar a produtividade marginal e fornecer instruções sobre o que fazer e como, além de terminar ou revisar contratos. Parece óbvio que a Diretoria, ao não elaborar demonstrações financeiras em conformidade com a legislação aplicável, por exemplo, apresenta um desempenho questionável.

Diversas responsabilidades são atribuídas ao Conselho de Administração, porém poucas são exploradas em profundidade. Em Fama e Jensen (1983b), o Conselho de Administração é o mecanismo que ratifica e monitora as decisões cruciais da organização, além de contratar, dispensar e estabelecer a remuneração dos diretores. Naturalmente, as decisões cruciais variam de empresa para empresa. Também para Fama e Jensen (1983a), o monitoramento é uma das etapas do processo decisório, o qual contempla a mensuração do desempenho dos agentes e a implementação de recompensas. Como se pode perceber, as definições apresentadas são bem amplas, indicando a necessidade de se debruçar sobre as reais atribuições dos conselheiros. Essa observação é reforçada, inclusive, pela dificuldade que a CVM apresentou para punir os conselheiros.

4.3. PRESENÇA DE ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Nesse objetivo específico, foram englobadas na codificação as situações relacionadas à ausência de divulgação de informações periódicas, demonstrações financeiras ou fatos relevantes.

O PAS 03 evidencia o descumprimento, por acionista não controlador da Gazola S/A Indústria Metalúrgica, do artigo 12º da ICVM nº 358/02, o qual pressupõe que a aquisição ou alienação de ações correspondente a 5% do capital social deve ser informada à companhia, para que a mesma divulgue a transação ao mercado. A legislação brasileira pressupõe que os participantes do mercado devem conhecer as transações que envolvem um volume significativo de ações para que possam tomar uma decisão informada sobre o investimento. Isso significa que o órgão regulador tem total interesse em proteger a simetria de informações, pois, dessa forma, há uma maior atração de investimentos e, conseqüentemente, um fortalecimento do mercado de capitais.

No caso do PAS 03, a infração não foi cometida pelos administradores da companhia, nem por seus acionistas controladores.

[...] a JR detinha, em 31/03/09, segundo o formulário enviado em 14/04/09, 359.106 ações [...] e no formulário referente a abril de 2009 o saldo era de 173.006 ações preferenciais. Ademais, o acionista alienou ações equivalentes a 8,33% das preferenciais, durante o mês de abril, bem como em maio e junho de 2009 [...]. (PAS 03, 2011, grifo nosso).

Traçando um paralelo com o que foi apontado por Arrow (1984), a ação do acionista minoritário não é diretamente observável pela empresa ou pelos demais participantes do mercado, configurando, dessa forma, o problema de *hidden-action*. Há pouco a ser feito pelo Conselho de Administração ou pela própria companhia, que dependem de um terceiro para cumprir com o que determina a legislação.

Em relação ao PAS 04, verificou-se que a Cerâmica Chiarelli S/A decidiu manter em sigilo uma negociação, que teria o potencial de afetar a percepção dos investidores sobre a empresa. É importante mencionar que a ICVM nº 358/02, no parágrafo único do artigo 6º, prevê a não divulgação de informação relevante, desde que (i) a informação não escape ao controle da companhia ou (ii) suas ações não apresentem oscilações atípicas. Entretanto, a legislação pede que a empresa providencie a divulgação imediata ao perceber que a informação deixou de ser sigilosa ou detectar o comportamento atípico em suas ações, de forma a evitar prejuízos aos investidores, decorrentes da assimetria informacional.

Em razão do caráter preliminar do contrato e da possibilidade de não concretização, a administração da Chiarelli entendeu que não seria adequado divulgar o Negócio enquanto não fosse certa a sua efetivação. (PAS 04, 2011, grifo nosso).

O problema, então, se refere ao *timing* dessa divulgação [...]. O fato relevante só veio a ser publicado em 17/12/09, ou seja, 21 dias após a divulgação da informação no citado periódico. (PAS 04, 2011, grifo nosso).

No PAS 04, embora o DRI tenha sido o único punido, pode-se afirmar que a administração da empresa, a qual inclui o colegiado, detinha a informação referente à negociação, como pode ser observado no primeiro extrato destacado acima. Entretanto, não há como extrapolar essa certeza para os acionistas controladores, visto que, por fugir ao escopo da pesquisa, a informação relativa ao controle acionário não foi coletada. Todavia, partindo do pressuposto de que, no Brasil, a presença do controlador na administração é a situação mais comum, aquele, juntamente com conselheiros e gestores, teria pleno conhecimento da negociação (BORTOLON; BRUGNI, 2012). Desse modo, os acionistas minoritários representariam a parte prejudicada pela assimetria informacional, ou seja, por não ter acesso às informações relativas à negociação em curso.

Como salientam alguns autores, empresas que não possuem seu capital pulverizado apresentam uma menor proporção de conselheiros independentes, e esta afeta negativamente a divulgação voluntária de informações (RUTHERFORD; BUCHHOLTZ, 2007; DONNELLY; MULCAHY, 2008; SETIA-ATMAJA, 2009).

Em relação ao PAS 05, observou-se situação semelhante à verificada no PAS 04. Apesar das oscilações atípicas ocorridas na cotação de suas ações, a administração da Vulcabrás S/A resolveu manter negociação em sigilo.

Em 06/07/07, a Vulcabrás S.A. divulgou Fato Relevante, por meio do qual informou que a sua subsidiária integral, Vulcabrás do Nordeste S.A., adquiriu 30.102.077 ações preferenciais nominativas de emissão da Calçados Azaléia S.A., representativas de 22,67% das ações preferenciais em circulação e 15,06% do capital social. (PAS 05, 2011, grifo nosso).

Entretanto, no decorrer das investigações, **apurou-se eventual irregularidade com relação à tempestividade da publicação do Fato Relevante de 06/07/07**, por parte da administração da Vulcabrás. (PAS 05, 2011, grifo nosso).

Conforme apurado, as ações preferenciais (VULC4), no primeiro negócio do ano de 2007, realizado em 06/06/07, fecharam a R\$ 4,40, tendo sido negociado apenas um lote de 100 ações. [...], a cotação continuou a se

elevantar, [...] encerrando o pregão do dia 06/07/07 cotada a R\$ 13,89 com 51.500 títulos negociados. (PAS 05, 2011, grifo nosso).

Os administradores da companhia optaram, deliberadamente, por ficarem inertes diante da repentina e vultosa alteração nos volumes e preços negociados com as ações da Vulcabrás. Deixaram de observar as políticas de *disclosure*, exigidas na regulação vigente, [...] **“coibindo-se assim, tanto quanto possível a assimetria de informações** e a figura nociva do *insider trading*”. (PAS 05, 2011, grifo nosso).

Diferentemente do observado no PAS 04, a CVM aplicou multas ao PCA e ao DRI da empresa, o que pode ser justificado pelo fato de o PCA ter confirmado que tomou conhecimento das oscilações nas ações, porém não achou necessário tomar atitude (CVM, PAS 05, 2011). Cabe notar que a assimetria informacional guarda o potencial de afetar os *stakeholders* e, em consequência, impedir o processo de criação de valor no longo prazo, o qual, segundo Freeman et al. (2010), traz severas implicações para a perenidade organizacional. Como observado pelos extratos anteriores, os investidores que não compraram ações da Vulcabrás S/A, no período compreendido entre 06/06 e 06/07/07, deixaram de obter lucros significativos. O mesmo raciocínio pode ser aplicado para os acionistas que não alienaram as ações que detinham na empresa. As duas situações demonstram o conceito de parte interessada de Freeman e Reed (1983), uma vez que a Vulcabrás S/A afetou investidores e acionistas minoritários ao não divulgar tempestivamente as negociações envolvendo a aquisição do controle acionário da Calçados Azaléia S/A. É possível acrescentar ainda que a reputação da Vulcabrás S/A foi prejudicada por tal evento, embora a confirmação disso dependa de uma análise que envolva outras variáveis, a exemplo da evolução do valor de mercado da empresa após a instauração e o julgamento de referido PAS.

O PAS 06 foi instaurado para apurar a ausência de divulgação de fato relevante por parte da Vulcabrás S/A, uma vez que seu CEO, o qual também ocupava assento no Conselho de Administração da empresa, teria concedido entrevista, fornecendo expectativas de crescimento referente à receita da Vulcabrás S/A.

Milton Cardoso [CEO e MCA da Vulcabrás S/A], em manifestação feita diretamente à CVM, consignou o seguinte: **“concedi entrevista que foi veiculada no jornal Valor Econômico de 17/10/08, [na qual] afirmei que a nossa previsão de crescimento para 2008 era da ordem de 20% do faturamento”**. (PAS 06, 2011, grifo nosso).

Nesse caso, percebeu-se o contrário do que vinha sendo identificado até então, isto é, a utilização, por companhia aberta, de meios de comunicação inadequados para fornecer

informações sobre o seu desempenho, o que também produz assimetria informacional, visto que nem todos os *stakeholders* têm acesso à referida publicação. E, além disso, podem duvidar da fonte.

Há que se considerar o fato de o CEO da Vulcabrás S/A ocupar assento no colegiado da empresa. Segundo o IBGC (2009, p. 35), não é recomendável que o CEO seja membro do Conselho de Administração, para que não haja concentração de poder, em prejuízo da supervisão adequada da gestão. Essa situação implica a ausência de independência do Conselho de Administração, a qual traz reflexos negativos para a simetria informacional (RUTHERFORD; BUCHHOLTZ, 2007; DONNELLY; MULCAHY, 2008). No PAS 06, o CEO/MCA da Vulcabrás S/A, assim como seu DRI, foram punidos.

Em meio à crise financeira de 2008, o DRI da Vicunha Têxtil S/A recebeu diversas manifestações da CVM, questionando a veracidade das informações contidas em matérias publicadas em jornais de grande circulação, divulgando as perdas da companhia em operações com derivativos. Em resumo, a não divulgação de fato relevante motivou a instauração do PAS 10.

No dia 23 de outubro de 2008, **o jornal Valor Econômico noticiou que a Companhia havia reconhecido um prejuízo de R\$ 30 milhões decorrente de contratos derivativos em posições vendidas em dólar**, embora o mercado especulasse que o prejuízo fosse maior. (PAS 10, 2010, grifo nosso).

No dia 3 de novembro de 2008, **uma nova notícia veiculada pelo jornal O Estado de São Paulo**, citando fontes de mercado, **mencionava que as perdas poderiam chegar a US\$ 150 milhões**. (PAS 10, 2010, grifo nosso).

[...], **o jornal Valor Econômico publicou nova matéria repercutindo as informações do fato relevante divulgado pela Companhia e trazendo novas informações:** (i) o Merrill Lynch argumenta que seu contrato anterior com a Companhia foi rolado e continuou a gerar perdas até 27 de outubro; (ii) **o prejuízo não reconhecido pela Companhia era de R\$ 232,5 milhões**; e (iii) a Companhia tentou levar a questão ao Judiciário, que, no entanto, determinou que a questão fosse dirimida por meio de arbitragem, [...]. (PAS 10, 2010, grifo nosso).

[...] o montante envolvido no acordo com o Merrill Lynch era irrelevante porque **os acionistas controladores decidiram realizar um adiantamento para futuro aumento de capital que permitiu à Companhia arcar integralmente com o ônus desse acordo**. (PAS 10, 2010, grifo nosso).

Em 15 de setembro de 2008, **o conselho de administração da Companhia deliberou: i. referendar um acordo feito pela diretoria com o Banco Merrill Lynch de Investimentos S.A. (“Merrill Lynch”)**, declarando o vencimento antecipado de contratos derivativos celebrados com esta instituição [...]. (PAS 10, 2010, grifo nosso).

É possível notar que os acionistas controladores, assim como a administração da Vicunha Têxtil S/A, estavam cientes das negociações. Essa observação contraria a afirmação de Williamson (1993) de que os agentes normalmente gozam de vantagens em comparação ao principal, em se tratando de situações caracterizadas por assimetria informacional.

A situação apresentada no PAS 10 expõe potenciais problemas para a empresa quanto às possíveis consequências da simetria informacional. No caso da Vicunha Têxtil S/A, divulgar as negociações sobre os derivativos significava divulgá-las para as instituições financeiras interessadas em liquidar as operações com a empresa (no caso, Banco Merrill Lynch de Investimentos S/A, Citibank S/A, ItaúBBA S/A, UBS Pactual S/A e Barclays S/A), o que poderia implicar termos e condições mais favoráveis para as primeiras.

É possível especular, com isso, que a Vicunha Têxtil S/A teria evitado a divulgação dos contratos para não prejudicar as negociações em andamento, pois se a instituição “A” passasse a conhecer os termos da negociação que a companhia teria celebrado com a instituição “B”, por exemplo, ela estaria em melhores condições para negociar o seu contrato. E, dessa forma, a Vicunha Têxtil S/A poderia incorrer em prejuízos maiores. Sem considerar o contrato mais expressivo, celebrado com o Banco Merrill Lynch de Investimentos S/A, o prejuízo ocasionado pelas demais operações totalizaram, aproximadamente, R\$ 70 milhões, o equivalente a 11,5% do patrimônio líquido da companhia (CVM, 2010, PAS 10). Isso pode significar que a não divulgação do fato relevante tenha sido uma atitude consciente da companhia.

Entretanto, as matérias jornalísticas, abordando as negociações que a empresa conduzia, as quais inclusive podem ter sido originadas nas instituições financeiras, impuseram pressões à companhia. Segundo Frooman (1999), as partes interessadas podem agir por meio de aliados para influenciar as empresas. Essa suposição permite perceber a importância de cláusulas de confidencialidade nos contratos celebrados pelas companhias abertas, pois na intenção de proteger interesse legítimo, as mesmas terão maior controle sobre a informação.

Nota-se que a empresa voltou seu foco quase que exclusivamente para as instituições financeiras, desconsiderando os interesses dos demais *stakeholders*, como a CVM e os acionistas minoritários. Não necessariamente, contudo, essa decisão foi de encontro ao proposto por Freeman e Reed (1983, p. 96), que salientavam ser papel do Conselho de Administração definir quais assuntos ou temas deveriam receber a atenção da gestão, o que implica também eleger quais *stakeholders* terão seus interesses acomodados. Entretanto, essa dificuldade remete à crítica de alguns autores à teoria dos *stakeholders* (JENSEN, 2001; STERNBERG, 1999). No PAS 10, apenas o DRI da companhia foi punido.

No PAS 12, a CVM puniu administradores da Rimet Empreendimentos Industriais e Comerciais S/A por não terem divulgado tempestivamente os formulários periódicos exigidos pela CVM.

Verificou-se que, desde 1999, **a Companhia vinha deixando de entregar ou entregando em atraso DFPs, IANs, DFs, ITRs e atas de AGO**, tendo sido, inclusive, aplicadas diversas multas cominatórias. (PAS 12, 2010, grifo nosso).

Convém ressaltar que, nesse caso, os conselheiros de administração também atuavam como gestores na companhia, o que dificulta a atividade de monitoramento (IBGC, 2009). De toda forma, a não divulgação das informações periódicas afeta os interesses dos acionistas não controladores, que podem enfrentar problemas para se desfazer de suas ações justamente pela indisponibilidade de informações.

O PAS 15 refere-se à ausência de divulgação das demonstrações contábeis da Barretto de Araújo Produtos de Cacau S/A, infração cometida por seu acionista controlador, em conjunto com seus conselheiros e diretores. Deve-se ressaltar que as demonstrações contábeis, além de serem utilizadas para avaliar o desempenho dos gestores, são essenciais para reduzir a assimetria de informações entre investidores e agentes do mercado (FERNANDES; MACHADO, 2011). Nesse PAS, os acionistas não controladores foram os principais prejudicados, por terem sido privados do acesso a referido material.

O atraso na publicação das DFs não é negado, entretanto no ano de 1990, **entendeu a administração da BAP que sua continuidade operacional seria seriamente abalada se publicadas DFs em que consignados vultosos prejuízos**, e “que não seria prudente precipitar uma situação (pela apresentação de resultados negativos) junto a outros credores e fornecedores que pudesse inviabilizar as negociações em curso com os bancos credores cuja implementação eliminará os contas correntes e o passivo bancário da BAP”. (PAS 15, 2010, grifo nosso).

Pelo que foi observado, a decisão teria sido tomada com a finalidade de evitar eventuais pressões de *stakeholders*, ficando evidente que as negociações envolvendo a eliminação de passivo bancário foram priorizadas pela administração. Como referida decisão pareceu ser consciente, como pode ser verificado no extrato acima, não há como afirmar que as partes interessadas foram desconsideradas pela administração. Somente foi possível detectar que a mesma estava preocupada com a reação de fornecedores e outros credores, não havendo menção aos minoritários ou à CVM e BM&FBovespa. Com isso, pode-se especular

que esses públicos não estariam relacionados pela administração da empresa como os mais relevantes (FREEMAN; REED, 1983).

Deve-se acrescentar ainda que a informação estava distribuída de forma simétrica na organização, pois agente e principal possuíam domínio sobre a mesma. Assim, é possível dizer que ambos estavam alinhados, situação que contraria as percepções de Arrow (1984) e Williamson (1993). Tais autores assumiam que o agente possui mais informações do que o principal. Aquela constatação ainda permite questionar o argumento de Eisenhardt (1989) de que a informação pode ser adquirida. Não parece viável que os minoritários da Barretto de Araújo Produtos de Cacau S/A pudessem adquirir as demonstrações contábeis da empresa.

O PAS 18 aborda a alienação de participação acionária superior a 5% na Têxtil Renauxview S/A. Nesse caso, a infração foi cometida pelos acionistas controladores da companhia, os quais também ocupavam assentos no Conselho de Administração. Assim, não há dúvida de que a administração da Têxtil Renauxview S/A estava ciente da transação.

Ao divulgar como alienação de mais de 5% das ações ordinárias, o que a rigor foi a alienação de 43% dessas ações, a mensagem transmitida ao mercado foi distorcida a ponto de induzir investidores a erro. (PAS 18, 2010, grifo nosso).

Por fim, em 9 de novembro de 2006, a Breda adquiriu de Paulo Renaux todas as ações de emissão da Companhia que ele ainda detinha, ou seja, cerca de 20% das ações ordinárias e 0,02% das ações preferenciais. **Nenhum comunicado sobre essa negociação foi divulgado ao mercado [...]**. (PAS 18, 2010, grifo nosso).

Não há como negar o fato de a administração conhecer a legislação aplicável, pois a mesma divulgou a informação ao mercado. Como ela o fez de maneira incompleta, é possível suspeitar que a administração da Têxtil Renauxview S/A subestimava a fiscalização do órgão regulador.

Essa inferência é preocupante sob a perspectiva da teoria dos *stakeholders*, pois é evidente que, a partir dessa consideração, a empresa arriscou entrar em conflito com a CVM. De acordo com Freeman e Reed (1983), a autarquia pode ser classificada como um *stakeholder* influenciador formal. Assim, divulgar a informação incompleta expõe a companhia ao órgão regulador e, por consequência, aos demais *stakeholders*. Mais objetivamente, arriscar a instauração de um PAS representa um desperdício de recursos e, em alguma instância, afeta a reputação corporativa (FREEMAN; REED, 1983; FREEMAN et al., 2010).

No PAS 19, a assimetria informacional é ocasionada em função de entrevistas concedidas pelo PCA, que ocupava, simultaneamente, os cargos de CEO e DRI da Buettner S/A Indústria e Comércio, ao jornal Valor Econômico. Situação semelhante foi verificada na análise do PAS 06.

Em 20/2/2008, foi veiculada notícia no jornal Valor Econômico sob o título “Buettner culpa câmbio e faz terceiro ajuste na sua produção desde 2005”, na qual o Acusado declarava, dentre outras coisas, que: (i) a produção da Companhia teria seu volume reduzido entre 10% e 15%; (ii) ao longo de 2007, a exportação total da Buettner foi de US\$ 25 milhões, mas para o ano de 2008 a Companhia previa uma exportação em torno de US\$ 15 milhões; (iii) em 2007, as exportações representaram 20% do faturamento total e a perspectiva é que representassem 15% em 2008; e (iv) esperava crescimento do faturamento de 5% em 2008, principalmente por conta da demanda no mercado interno. (PAS 19, 2010, grifo nosso).

Em 29/9/2008, foi veiculada notícia no mesmo periódico sob o título “Calçados e têxteis mantêm previsões”, por meio da qual João Marchewsky, (i) manteve a previsão de crescimento de 5% em relação a 2007; (ii) revelou projeção para 2009, sem crescimento em relação a 2008; e (iii) adiantou previsão de queda de vendas físicas de 60% para 40% no acumulado do 3º trimestre de 2008. (PAS 19, 2010, grifo nosso).

Considerando a reduzida quantidade de ações em circulação da Buettner S/A Indústria e Comércio, é possível inferir que o acusado apostou que, na ausência de oscilações atípicas nas cotações das ações, a fiscalização da CVM seria ineficaz.

[...] a real dispersão acionária da Companhia corresponderia a 35,62%, sendo que um único acionista, não integrante do grupo de controle, detinha [...] 33,07% do total de ações emitidas pela Buettner. Desta forma, subtraído o peso de tal investidor no cálculo do *free float* [ações em circulação] da Buettner, poder-se-ia afirmar que, à época, **a dispersão acionária da Companhia era muito baixa, equivalente a 2,55%, distribuídos entre 265 pessoas físicas e jurídicas e 17 investidores institucionais.** A análise das informações acerca das negociações com ações ON e PN da Buettner também revelou baixa liquidez. (PAS 19, 2010, grifo nosso).

O PAS 21 apresenta situação similar à abordada no PAS 18, tendo o conselheiro de administração da Renar Maçãs S/A alienado ações que detinha na companhia, por meio de sua empresa controlada, sem dar ampla divulgação à transação, descumprindo a legislação aplicável.

[...] verificando todos os negócios realizados com as ações de emissão de RENAR no período de 01/01/07 a 18/06/08, **a BOG’S, empresa controlada por pessoas ligadas à administração da RENAR,** no período de 21/09/07 a

13/05/08, alienou 2.020.000 ações ordinárias de emissão da RENAR, representando mais de 5% dessa espécie, sem que tal fato tivesse sido comunicado ao mercado. (PAS 21, 2010, grifo nosso).

O fato de o acusado ter renunciado ao cargo de conselheiro representa um sinal de que o mesmo teria assumido ignorar a legislação pertinente. Além disso, demonstra o reconhecimento de que são necessários conhecimentos específicos para o exercício pleno da função de conselheiro. Conforme salientava Hendry (2005), não é possível admitir que todos os gestores sejam igualmente competentes ou infalíveis. Embora o autor tenha direcionado esse argumento para os gestores, é possível estendê-lo para os conselheiros.

A defesa afirma, ainda, que **Edson Ziolkowsky renunciou ao cargo de membro do conselho de administração da RENAR em maio de 2009** e que não pretende ocupar qualquer outro cargo em companhia aberta, entendendo que **a função “é atividade para juristas e não para um técnico em fruticultura”**. (PAS 21, 2010, grifo nosso).

Com relação ao PAS 22, notou-se que o CEO da Companhia de Saneamento do Paraná – Sanepar divulgou plano de investimento em apresentação realizada na Escola de Governo, que acabou por repercutir no jornal Valor Econômico, gerando questionamentos da CVM. Os PAS 06 e 19 apresentaram situação similar.

Em 30/5/2007, foi veiculada notícia no jornal Valor Econômico sob o título “Sanepar planeja investir R\$ 2,2 bi em água e esgoto até o final de 2010”. (PAS 22, 2010, grifo nosso).

Stênio [CEO da Sanepar] reiterou que a previsão apresentada na Escola de Governo, de investimento de R\$ 2,222 bilhões, referia-se à soma do valor planejado de investimento até o ano de 2010, [...], tendo a matéria jornalística [...] reproduzido as informações de forma parcial. (PAS 22, 2010, grifo nosso).

O plano de investimento da Sanepar apresentado pelo Presidente da Companhia, em 29/5/2007, continha informações relativas aos investimentos projetados para o exercício de 2010, no valor de R\$ 486 milhões, que não haviam sido objeto de divulgação ao mercado na forma prevista na regulamentação. (PAS 22, 2010, grifo nosso).

Pode-se perceber a presença da assimetria informacional no PAS 22, uma vez que somente o público que estava presente à apresentação realizada pelo CEO da Sanepar ou os leitores do jornal Valor Econômico tiveram acesso ao plano de investimentos da companhia.

Quanto ao PAS 26, conselheiros e diretores da empresa Predileto Alimentos S/A foram punidos por não atenderem às determinações da CVM referentes à necessidade de

republicar as demonstrações financeiras, as quais teriam sido elaboradas em desacordo com os princípios contábeis.

[...] determinou que a Predileto Alimentos S.A. (“Predileto”) republicasse suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2005. (PAS 26, 2009, grifo nosso).

Naturalmente, percebe-se não haver assimetria de informações na organização. É possível dizer ainda que a administração da Predileto Alimentos S/A, ao enfrentar a CVM, parece desconfiar do poder de fiscalização do órgão regulador.

No PAS 34, observou-se a aquisição de participação acionária sem referida divulgação ao mercado, em descumprimento aos limites definidos no artigo 12º da ICVM nº 358/02. No caso em referência, tal infração foi cometida por acionista não controlador da Construtora Sultepa S/A.

[...] no Formulário IAN/2006, [...] a participação informada do referido investidor correspondia a 27,73% das ações preferenciais de emissão da Companhia, isto é, [...] 6,38% a mais do que havia sido informado no Comunicado ao Mercado de 03/11/2006. (PAS 34, 2009, grifo nosso).

Quanto ao PAS 35, o DRI e os conselheiros da Minupar Participações S/A foram acusados (i) por não terem divulgado, tempestivamente, fato relevante referente à parceria firmada com a Sadia S/A e (ii) por terem deixado de divulgar fato relevante relativo à habilitação de crédito fiscal devido pela companhia no valor aproximado de R\$ 200 milhões.

O DRI tinha conhecimento de informação relevante desde o final de outubro de 2003 e, a despeito da forte oscilação na cotação e aumento do volume negociado com as ações preferenciais da MINUPAR no período de 21 a 26/11/03, somente divulgou Fato Relevante em 05/12/03. Ademais, a SEP aponta que a divulgação somente se deu dois dias após a assinatura do contrato. (PAS 35, 2009, grifo nosso).

Entretanto, [...] **o deferimento, pela Receita Federal, de habilitação de crédito de IPI devido pela Companhia para reconhecimento fiscal e registro contábil no exercício de 2006 ocorreu em 24/02/06, [...] sendo divulgado ao mercado somente em 17/05/07.** (PAS 35, 2009, grifo nosso).

A SEP ressalta que somente após a decisão da Receita o valor foi contabilizado e que **o montante de R\$ 194.018.366,31 configura Fato Relevante [...].** (PAS 35, 2009, grifo nosso).

[...] os membros do Conselho de Administração da Companhia tinham conhecimento da informação relevante, desde o segundo semestre de 2006, [...] e, sendo a informação relevante divulgada ao mercado

somente em 17/05/07 [...], descumpriram o disposto no art. 157, § 4º, da lei societária, combinado com o art. 3º, § 2º, da Instrução CVM nº 358/02. (PAS 35, 2009, grifo nosso).

Alguns aspectos chamam a atenção em relação ao PAS 35. Inicialmente, foi impossível deixar de notar que a CVM emitiu o termo de acusação em 27 de março de 2009, cerca de seis anos após a Minupar Participações S/A ter divulgado o fato relevante referente à parceria firmada com a Sadia S/A. É natural assumir que esse lapso temporal, sob a perspectiva dos investidores que procuram investir em mercados protegidos, é nocivo.

Mais uma vez, observou-se não existir assimetria informacional entre o principal e o agente, diferentemente do defendido por Arrow (1984) e Williamson (1993). Além disso, foi possível perceber que a CVM também considerou os conselheiros de administração responsáveis pela não divulgação do fato relevante relativo à habilitação de crédito fiscal detido pela companhia, o que não ocorreu no caso dos PAS 04, 10 e 22. Essa constatação permite perceber que não existe consenso no órgão regulador sobre o papel do Conselho de Administração em relação à divulgação de fatos relevantes, o que pressupõe uma indefinição sobre a responsabilidade do colegiado para com a proteção das informações.

O PAS 36 traz mais um exemplo envolvendo a ausência de divulgação de informações relacionadas a negociações com ações, no caso, realizadas pelo PCA e também DRI da Recrusul S/A.

[...] a área técnica observou que Francisco Asclépio Barroso Aguiar, **Presidente do Conselho de Administração e Diretor de Relações com Investidores da Recrusul [...], atuou de forma particularmente importante nas ações preferenciais desta.** Levando-se em consideração que o total de ações preferenciais emitidas era de 4.497.778.000 [...], **Francisco ultrapassou, individualmente, a partir de maio de 2007, participações superiores a múltiplos de 5% das ações do capital da Companhia sem qualquer notificação de tal fato ao mercado e à CVM.** (PAS 36, 2009, grifo nosso).

É possível perceber que no PAS 36, o PCA acumulava uma função executiva na companhia, o que implica a ausência de independência no Conselho de Administração. Alguns pesquisadores constataram que essa situação está relacionada com a assimetria informacional (RUTHERFORD; BUCHHOLTZ, 2007; DONNELLY; MULCAHY, 2008). Adicionalmente, deve-se mencionar o fato de que a aquisição ou a alienação de participação acionária significativa por parte de conselheiros ou executivos fornece sinais materiais aos demais *stakeholders*, especialmente pela proximidade que os mesmos têm com o negócio.

A ausência de divulgação de fato relevante pelo DRI da Haga S/A Indústria e Comércio, referente à renegociação de dívida equivalente a 60% do patrimônio da empresa, foi objeto de investigação da CVM no PAS 39, especialmente em decorrência das oscilações atípicas observadas nas ações da companhia.

Em junho de 2007, uma vez que o Banco do Brasil voltara [a] pressionar a Haga no sentido de aumentar o valor das parcelas mensais, **as partes iniciaram tratativas informais buscando a solução definitiva do passivo da Haga.** (PAS 39, 2009, grifo nosso).

Entre 5 e 12 de junho de 2007, verificou-se uma oscilação expressiva no volume, número de negócios e cotação das ações de emissão da Haga. Em vista desses fatos, **a Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa questionou a Haga acerca de eventuais fatos**, de conhecimento da companhia, que pudesse justificá-los. Em 13 de junho, **a Haga informou que não existia nenhum fato de conhecimento da companhia que justificasse as oscilações.** (PAS 39, 2009, grifo nosso).

Entre os dias 5 e 24 de outubro de 2007, as ações da Haga voltaram a sofrer forte oscilação de preço, volume, quantidade e número de negócios realizados, **o que levou a Bovespa a questionar novamente a Haga, em 26 de outubro.** (PAS 39, 2009, grifo nosso).

Na mesma data, **a Haga comunicou ao mercado que**, na semana seguinte, **uma consultoria contratada pelo Banco do Brasil S.A.** [...], credor da Haga, **procederia à avaliação do ativo da empresa para dar seguimento às tratativas negociais visando à reestruturação da dívida.** (PAS 39, 2009, grifo nosso).

[...] se os investidores tivessem ciência da intenção do Banco do Brasil de renegociar uma dívida que representava mais de 60% do endividamento da Haga, suas decisões de investimento teriam sido influenciadas, o que é suficiente para caracterizar o fato relevante, segundo a regulamentação. (PAS 39, 2009, grifo nosso).

[...] a permissão para não divulgação de fato relevante é algo excepcional dentro de um sistema que, como o nosso, visa a assegurar a todos os investidores acesso imediato e simultâneo à informação. (PAS 39, 2009, grifo nosso).

Cabe observar que, embora a companhia tenha sido questionada duas vezes pela BM&FBovespa, seu DRI decidiu comunicar sobre as negociações com o principal credor da companhia quatro meses após o início das mesmas, a despeito de saber que as tratativas haviam se iniciado em junho.

Há que se destacar ainda que a BM&FBovespa funciona como um órgão auxiliar da CVM, de acordo com a ICVM nº 461/07. Sendo assim, a partir do momento em que uma companhia é questionada pela mesma, ela recebe um sinal de que existem distorções

envolvendo suas ações e, essa constatação, por si só, já deveria ser suficiente para que houvesse uma preocupação em reduzir a assimetria de informações.

No PAS 45, a assimetria informacional foi causada pela não divulgação de negociação envolvendo a alienação do controle acionário da Recrusul S/A.

[...] o acusado constatou uma oscilação atípica na cotação das ações de emissão da Recrusul e, a despeito disto, não divulgou ao mercado a razão dessa oscilação: o interesse de um grupo de investidores na aquisição do controle acionário da companhia. (PAS 45, 2009, grifo nosso).

[...] a elevação das ações intensificou-se nos primeiros dias de fevereiro de 2008, data indicada pelo acusado como o início das negociações com os adquirentes do controle acionário. Quando a operação foi divulgada, em abril de 2008, verificou-se uma nova e ainda mais acentuada valorização das ações. (PAS 45, 2009, grifo nosso).

Em referido PAS, o acionista controlador da empresa, que também ocupava o cargo de DRI, foi questionado pela BM&FBovespa sobre os motivos que justificariam as oscilações atípicas observadas nas ações da Recrusul S/A. A despeito disso, relatou que tal fato deveria estar associado ao retorno das atividades industriais da companhia. No decorrer da investigação, a CVM detectou que as negociações referentes à alienação do controle acionário não foram tempestivamente divulgadas e, em função disso, decidiu punir o acusado.

Por sua vez, o PAS 46 envolve a divulgação de informações sigilosas pelo CEO da Têxtil Renauxview S/A, o qual também ocupava a Presidência do Conselho de Administração da companhia, ao jornal Valor Econômico.

A reportagem, sob o título “Renaux estreia parceria com Hercovitch”, **baseou-se em entrevista concedida pelo Diretor Presidente da Companhia**, [...], e continha as seguintes informações: a receita da Companhia em 2006 foi praticamente igual à de 2005, de R\$ 70 milhões; a Companhia iria investir R\$ 2,5 milhões em atualizações de máquinas para trabalhar com novas fibras; e a Companhia esperava faturar R\$ 85 milhões em 2007. (PAS 46, 2008, grifo nosso).

Contudo, em razão do inusitado de sua divulgação diretamente pela imprensa, **a entrevista em si, pelos dados que continha, passou a justificar a publicação de fato relevante, até mesmo para que se disseminasse entre o público a informação relevante divulgada de modo inapropriado.** (PAS 46, 2008, grifo nosso).

Assim como no PAS 06, a assimetria de informações ocorre no PAS 46, uma vez que nem todos os interessados, sejam acionistas, investidores, credores ou fornecedores, tiveram

acesso à matéria publicada e, dessa maneira, as decisões envolvendo a Têxtil Renauxview S/A estariam fundamentadas em informações incompletas.

O PAS 48 apresenta situação semelhante à observada no PAS 46. O suplente do Conselho de Administração da Empresa Brasileira de Aeronáutica S/A – Embraer foi acusado, pela CVM, por fornecer informações sobre a oferta pública de ações de referida empresa, em entrevista a canal de TV, ferindo a legislação em vigor.

No dia 05/01/2007, o acusado concedeu entrevista ao canal de televisão “Bloomberg” com o seguinte teor: “o que nós enxergamos é que é uma operação bem estruturada, [...] que vai gerar uma liquidez muito maior para a Embraer, o *free float* dela vai aumentar substancialmente, e isso muito provavelmente vai gerar mais liquidez e uma melhoria das condições de preço da Embraer no mercado acionário”. (PAS 48, 2008, grifo nosso).

[...] as declarações do acusado [...] criaram uma assimetria de informações entre um grupo específico de agentes, em detrimento do público investidor em geral. (PAS 48, 2008, grifo nosso).

Noto que nem todos, naquele dia, naquele exato momento, estavam assistindo à entrevista. As informações podem não ter sido veiculadas a destinatários específicos, mas não se pode negar que foram a um público restrito. (PAS 48, 2008, grifo nosso).

Convém ressaltar que a CVM, nas palavras do relator do PAS, faz menção à assimetria de informações, afirmando que a mesma pode causar reflexos no público investidor.

No âmbito do PAS 61, um acionista minoritário da Varig S/A teria deixado de divulgar ao mercado informações referentes à alienação das ações preferenciais que detinha na companhia. Somente após receber questionamentos da CVM, tal acionista providenciou referido comunicado. Essa situação é semelhante ao que foi observado nos PAS 03, 18, 21, 34 e 36.

[...], o Sr. Francisco Dutra Martins Filho é acusado de violar o art. 12, § 4º, da Instrução CVM nº 358/02 **ao comunicar a alienação de 6,27% das ações preferenciais representativas do capital social preferencial da Varig apenas 70 dias após a conclusão das operações.** (PAS 61, 2009, grifo nosso).

O PAS 62 traz outro exemplo relacionado à ausência de divulgação de informação relevante, neste caso envolvendo o DRI da Recrusul S/A.

[...] (i) quanto ao deferimento do pedido de recuperação judicial, a **publicação de fato relevante ocorreu apenas em 22/05/06, nada obstante o pedido tivesse sido deferido em 30/01/06;** e (ii) **quanto à homologação**

do pedido de recuperação judicial, nada obstante a Companhia já tivesse sido alertada sobre a necessidade de publicar fato relevante, **tal publicação não foi providenciada**. (PAS 62, 2008, grifo nosso).

Não há [...] nada que excepcione a empresa que está em recuperação judicial das suas obrigações com seus acionistas, muito menos se essa for uma companhia aberta. **Caso contrário haveria uma assimetria informacional entre esses e os credores da sociedade**, [...]. (PAS 62, 2008, grifo nosso).

Interessante notar, neste caso, que o Conselho de Administração da companhia teria recomendado que os órgãos reguladores e fiscalizadores do mercado de capitais fossem informados do fato relevante relativo à solicitação do pedido de recuperação judicial da Recrusul S/A, de forma a atender o disposto na legislação em vigor (CVM, PAS 62, 2008). Há que se ressaltar que essa postura dos conselheiros constitui uma exceção em relação ao conjunto de PAS analisados até aqui.

Quanto ao PAS 64, mais uma vez, percebeu-se a divulgação inadequada de informação relevante por meio do PCA da Plascar Participações Industriais S/A, o qual também ocupava a posição de CEO da companhia.

A reportagem [...] traz declarações do Presidente sobre expectativas de crescimento e aquisição de novas empresas, **sem qualquer divulgação prévia de fato relevante pela companhia** [...]. (PAS 64, 2007, grifo nosso).

Após o recebimento de [...] ofício, no dia 18/09/06, **a Companhia divulgou Fato Relevante**, acerca do assunto aludido na reportagem, **7 (sete) dias depois da veiculação da notícia**. (PAS 64, 2007, grifo nosso).

No que se refere ao PAS 66, o DRI da Varig S/A foi punido por não divulgar informação relativa à alienação judicial da Nova Varig, unidade produtiva daquela companhia.

Não há dúvida de que alienação judicial da chamada Nova Varig era um fato relevante a ser divulgado ao mercado, já que essa unidade produtiva representava uma parcela significativa dos negócios da companhia. (PAS 66, 2007, grifo nosso).

Como o DRI descumpriu até mesmo este prazo adicional, retardando em 7 dias a divulgação de fato de extrema relevância, não se pode eximilo de responsabilidade. (PAS 66, 2007, grifo nosso).

Em relação ao PAS 67, é possível observar a ausência de divulgação de informação referente à alienação das ações que a Companhia Vale do Rio Doce possuía da Usinas

Siderúrgicas Minas Gerais S/A – Usiminas por seu DRI, a despeito de as notícias terem sido publicadas em diferentes veículos de comunicação.

[...] a informação claramente escapou ao controle da companhia, pois em 25 de outubro de 2006 o Jornal Valor Econômico divulgou [...]: **“de acordo com Anita Saha, diretora de finanças corporativas da Fitch Ratings para a América Latina, a empresa manteve o ‘investment grade’ para a Vale porque a mineradora explicou como pretende reduzir a dívida neste ano e em 2007. ‘Eles vão usar o caixa da companhia (US\$ 2 bilhões) e vender uma série de ativos não estratégicos, como participações em siderúrgicas, entre elas a Usiminas, afirmou Saha’”. A notícia ainda dava detalhes que vieram a se confirmar**, como o fato de que a Vale “deverá vender para seus sócios 6% e outros 10% serão oferecidos no mercado. Com a operação espera-se captar, no mínimo, US\$ 1 bilhão”. De fato, [...], **12 dias depois da publicação da matéria no Jornal Valor, e dez dias depois de o acusado ter respondido à CVM que não havia nada a informar sobre o tema, foi publicado o anúncio de fato relevante dando conta da operação da Usiminas**, através da qual a Vale vendeu a seus sócios 4,75% das ações ordinárias, e comunicou que venderia ao mercado cerca de 12,3% de tais ações (o que, pelo preço de venda aos sócios, montaria a cerca de R\$ 977 milhões. (PAS 67, 2007, grifo nosso).

Em relação ao PAS 67, percebeu-se que uma executiva da agência de *rating* disseminou a informação que, até então, era guardada em sigilo pela Companhia Vale do Rio Doce. Essa situação demonstra a definição de *stakeholder* de Freeman e Reed (1983), pois fica claro que a Fitch Ratings afetou a companhia, expondo-a ao órgão regulador. Esse evento corrobora comentário anterior sobre a importância dos acordos de confidencialidade.

No PAS 73, o DRI da SPSCS Industrial S/A foi o único punido por não apresentar as demonstrações financeiras à CVM tempestivamente. Convém ressaltar que aquele executivo era também PCA e CEO da companhia.

As DFs referentes ao exercício social de 2004; DFPs e IAN, referentes aos exercícios de 2003 e 2004 não teriam sido entregues à CVM. (PAS 73, 2007, grifo nosso).

O PAS 75 também trata da ausência de divulgação de fato relevante, neste caso relativo ao processo de fechamento de capital da Bompreço S/A. Este teria sido divulgado pela imprensa, gerando oscilações atípicas nas cotações das ações da empresa.

Em 10/01/01, **foi publicada notícia no “Jornal do Comercio”, mencionando o aumento no volume negociado das ações da Bompreço e especulando sobre uma eventual oferta pública de aquisição de ações que estaria a caminho.** (PAS 75, 2007, grifo nosso).

No período de 09 a 12/01/01, as negociações com **as ações preferenciais da Bompreço tiveram uma movimentação atípica, fato a respeito do qual a BOVESPA questionou a Companhia.** Em resposta, a Companhia enviou, em 15/01/01, **correspondência na qual omitia a existência do estudo elaborado pelo CSFB,** alegando inexistir situação que justificasse as oscilações que as ações preferenciais da Bompreço vinham experimentando. (PAS 75, 2007, grifo nosso).

Em 19/02/01, **o periódico “Relatório Reservado” publicou notícia na qual sustentava que** estaria sendo planejada uma operação de fechamento de capital da Bompreço e que **a Royal Ahold, sua controladora, viria a oferecer cerca de R\$ 12,00 pelas ações em circulação no mercado.** (PAS 75, 2007, grifo nosso).

[...] **em 19/03/01, divulgou Fato Relevante, no qual foram apresentados os termos de uma oferta pública para a aquisição da totalidade das ações preferenciais em circulação no mercado, [...].** A oferta tinha como objetivo o cancelamento do registro de companhia aberta junto à CVM e **o preço oferecido era de R\$ 12,00 por ação.** (PAS 75, 2007, grifo nosso).

Nesse caso, é possível inferir que o interesse do acionista controlador da Bompreço S/A em não divulgar a informação estivesse relacionado com os critérios estabelecidos no § 4º do artigo 4º da LSA para apurar o preço de fechamento do capital. Como a cotação das ações é um dos critérios, divulgar os estudos poderia implicar sua valorização e, em consequência, significar um maior desembolso do acionista controlador. Essa inferência implica dizer que a gestão e o Conselho de Administração da companhia estavam alinhados aos interesses do acionista controlador. E, com isso, os acionistas minoritários seriam os prejudicados pela assimetria de informações. Mais uma vez, o argumento de Arrow (1984) e Williamson (1993) seria contrariado.

Pode-se depreender dos extratos destacados acima que a administração da companhia optou por omitir os estudos que estavam sendo conduzidos da BM&FBovespa, apesar de as informações relativas ao preço da oferta noticiadas na imprensa estarem consistentes com as discussões travadas internamente.

Convém ressaltar que o DRI afirmou, em seu depoimento, que as decisões acerca da oferta eram tomadas por representantes da empresa controladora, principalmente pelos reflexos que referida transação poderia ocasionar em suas ações, que eram negociadas em bolsa de valores localizada no exterior.

“Todas as decisões sobre este assunto eram emanadas do Acionista Controlador [...]”. (PAS 75, 2007, grifo nosso).

Ainda foi possível notar que o acionista controlador e os conselheiros de administração apresentaram defesas semelhantes, ou seja, durante o inquérito, formaram-se

dois grupos situados em lados opostos: o controlador e os conselheiros de um lado, o DRI do outro. Foi possível observar ainda que os conselheiros de administração utilizaram a assimetria informacional para tentar dissuadir a CVM da punição. Basicamente, eles alegaram que não haviam tomado conhecimento a respeito dos questionamentos da BM&FBovespa e, portanto, não poderiam ser penalizados. Outro aspecto que deve ser mencionado refere-se ao fato de os conselheiros terem alegado desconhecer as consequências decorrentes da não divulgação de fato relevante.

Nenhum dos Defendentes [Conselheiros de Administração] teve acesso ao pedido formulado pela BOVESPA e à resposta da Companhia, não havendo nos autos nenhuma prova nesse sentido. (PAS 75, 2007, grifo nosso).

Os Defendentes [Conselheiros de Administração] não foram informados por escrito, [...], acerca das consequências que poderiam advir à Bompreço pela não publicação de Fato Relevante naquelas circunstâncias. (PAS 75, 2007, grifo nosso).

O PAS 76 trata da não divulgação de fato relevante sobre a falência da S/A Indústria e Comércio Chapecó, que foi publicada na imprensa. Somente após questionamentos da BM&FBovespa e da CVM, e depois de um mês da decretação da falência, a empresa deu ampla divulgação ao fato.

Em 29/04/05, foi proferida a sentença declaratória de falência da Companhia e, no dia 02/05/05, veiculada a notícia no Valor Econômico, sob o título “Após longa crise, justiça decreta falência da Chapecó”. Em 25/05/05, a Companhia comunicou à CVM, através de Fato Relevante [...], sobre a declaração judicial de falência. (PAS 76, 2007, grifo nosso).

É necessário ressaltar que, em geral, a assimetria informacional é mantida pela parte que detém a informação completa com a finalidade de alcançar alguma vantagem. Com base no PAS 76, entende-se que não há como promover a análise dessa assertiva de maneira plena. Contudo, sob a perspectiva dos acionistas minoritários e investidores, a não divulgação da falência é prejudicial. Para o primeiro grupo, conhecer essa informação a partir da empresa, ou seja, por meio de uma fonte legítima, pode representar a venda das ações e, conseqüentemente, a minimização das perdas. Para os investidores, saber da falência evita o investimento em um ativo sem valor.

Embora os conselheiros tenham figurado como acusados em referido PAS, apenas o DRI e o CEO, o qual simultaneamente ocupava a Presidência do Conselho de Administração, foram punidos.

No PAS 77, a CVM discute a ausência de divulgação de fato relevante por parte do DRI da Caemi Mineração e Metalurgia S.A. – CAEMI, controlada pela Companhia Vale do Rio Doce. Em resumo, a CAEMI teria realizado dois empréstimos, no valor total de US\$ 400 milhões, à subsidiária da controladora. Apesar de referido PAS abordar apenas a ausência da divulgação de informação, chama a atenção o fato de a transação ter sido aprovada por conselheiros de administração da CAEMI, os quais também trabalhavam para a Companhia Vale do Rio Doce, o que traz elementos característicos da situação de conflito de interesse, nesse caso, entre acionistas controladores e não controladores.

O Primeiro Empréstimo representava 21,7% do patrimônio líquido da Caemi em 31/09/05 [...] e o Segundo Empréstimo representa 16,37% do patrimônio líquido da Caemi na mesma data (total de 38,07%) e **representariam 81% dos valores da “carteira administrada pela Caemi e controladas”**. (PAS 77, 2007, grifo nosso).

O Primeiro Empréstimo foi divulgado ao mercado, em 08/11/05, [...], na Nota Explicativa 8 “c” das demonstrações financeiras trimestrais. (PAS 77, 2007, grifo nosso).

O Segundo Empréstimo não foi divulgado ao mercado. A notícia sobre a sua existência surgiu apenas na Quarta Carta da Caemi após questionamento específico feito pela CVM. Ainda sobre a divulgação do Segundo Empréstimo, **o diretor de finanças e de relações com investidores da CVRD e presidente do conselho de administração da Caemi, [...], já havia negado a existência de um outro mútuo da Caemi para a CVRD.** (PAS 77, 2007, grifo nosso).

Convém notar que a gestão da CAEMI optou por divulgar o primeiro empréstimo nas notas explicativas que integravam suas demonstrações financeiras trimestrais, alegando que a transação fazia parte da condução corriqueira dos negócios. Essa opção, por si só, demonstra a intenção de chamar pouca atenção ao empréstimo, pois acionistas e investidores já esperam a divulgação das demonstrações financeiras, uma vez que a legislação determina prazos para que isso ocorra. Com o fato relevante, é diferente. Esse representa um evento não esperado e, em função disso, causa uma espécie de tensão.

Em relação ao segundo empréstimo, não houve divulgação alguma, uma vez que o mesmo foi realizado após a publicação das demonstrações financeiras trimestrais e liquidado antes do encerramento do exercício. Isso significa que os acionistas minoritários e demais investidores desconheciam a existência do segundo empréstimo. Somente aqueles que acompanham a evolução dos julgamentos dos PAS tiveram acesso à informação.

Com isso, é possível perceber com certa clareza uma atuação da administração da CAEMI e de sua controladora, visando ao gerenciamento das expectativas dos analistas de

mercado, os quais haviam reagido negativamente ao primeiro empréstimo, como pode se depreender dos extratos seguintes, que se referem a seções selecionadas nos relatórios de referidos analistas, constantes do PAS 77.

Nós acreditamos que **esse empréstimo constitui conflito de interesses entre o acionista controlador da Caemi, a CVRD, e os acionistas minoritários da Caemi**, uma vez que esses, sem controle gerencial sobre os recursos da companhia, não podem se beneficiar de empréstimos com taxas tão atraentes [...]. **A lógica existente por trás desse empréstimo realizado entre as duas companhias está longe de ser clara.** (PAS 77, 2007, grifo nosso).

Alguns investidores interpretaram esta conduta de forma negativa por duas razões: se Caemi transfere seu dinheiro para sua controladora CVRD, isto de alguma forma irá reduzir e/ou impedir a distribuição de dividendos da Caemi; e **um potencial conflito pode existir se as taxas dos juros recebidos pela Caemi forem muito baixas, o que pode ser interpretado como um subsídio para prejudicar os minoritários (40% dos acionistas da companhia).** (PAS 77, 2007, grifo nosso).

Mesmo assim, **nós entendemos que tal investimento levanta dúvidas sobre a política de governança corporativa e de dividendos da Caemi.** Nesse sentido, é importante lembrar que a estrutura de capital da Caemi é altamente ineficiente, com uma *net cash position* (saldo de caixa positivo) equivalente a R\$ 553 milhões. Assim, **nós esperávamos que a Caemi ajustasse tal distorção aumentando a distribuição de dividendos ao invés de emprestar dinheiro ao seu acionista controlador.** (PAS 77, 2007, grifo nosso).

Dessa maneira, torna-se evidente a intenção da administração da CAEMI em manter a informação do segundo empréstimo em sigilo, a fim de evitar prejuízos à sua reputação corporativa que, por sua vez, poderiam trazer impactos negativos às cotações de suas ações. Diferentemente do que Eisenhardt (1989) sustentava, não se percebe uma distribuição assimétrica da informação na organização, mas sim um alinhamento entre o acionista controlador, conselheiros e gestores da CAEMI.

Apesar de o Conselho de Administração ter aprovado os empréstimos concedidos pela CAEMI, seus membros não figuraram como acusados no âmbito do PAS 77. Apenas o DRI da empresa foi punido pela CVM, revelando a falta de consenso da autarquia, o que já foi objeto de discussão nessa seção.

Em relação ao total de PAS que contemplava o universo de pesquisa, aqueles associados à categoria assimetria informacional somaram 28. Como relatado no método de pesquisa, no decorrer da análise dos PAS, a categoria foi desmembrada, de modo que fosse possível refletir algumas distinções.

Dessa maneira, foram construídas quatro subcategorias: fato relevante, limite de 5%, informações periódicas e período de silêncio. À exceção da última, que teve apenas um PAS associado, todas as subcategorias estão demonstradas na Figura 11, sendo que as áreas correspondentes refletem a proporção dos PAS codificados em cada uma delas.

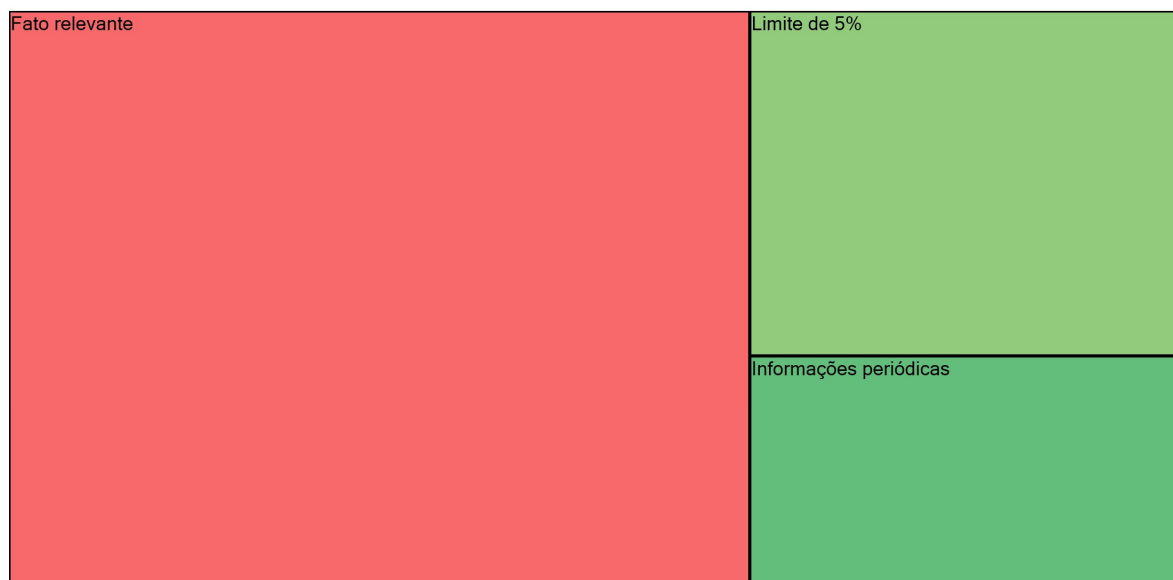


Figura 11: Mapa de árvore das subcategorias em assimetria informacional

A subcategoria fato relevante predomina na Figura 11, contemplando 17 PAS. A ICVM nº 358/02, em seu artigo 2º, define o que vem a ser ato ou fato relevante.

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

- I. na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
- II. na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
- III. na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. (CVM, 2002, ICVM nº 358).

Para facilitar a análise da subcategoria fato relevante, optou-se pela elaboração de um esquema, que demonstra os PAS compreendidos de forma simplificada, o qual pode ser observado na Figura 12. Foi possível segmentar essa subcategoria em divulgação intempestiva e inapropriada. No primeiro caso, as empresas deixaram de divulgar as informações abrangidas pela legislação pertinente ou as divulgaram tardiamente. Dessa

forma, todas as situações que deveriam ter ensejado a divulgação de fato relevante foram mapeadas para os 12 PAS contemplados na segmentação. Entretanto, não foi possível observar um padrão nesse mapeamento, o que sugere uma subjetividade inerente à divulgação de informações. Sem dúvida, essa subjetividade dificulta a avaliação daquilo que seria fato relevante. Apesar disso, foi possível perceber que os responsáveis pela divulgação adotaram uma postura pouco conservadora ao definir pela não publicação da informação.

Apesar de a ICVM nº 358/02 relacionar alguns exemplos de fatos relevantes, parece que os administradores apenas consideram relevante algo concreto. Em função disso, entende-se que uma postura mais empática dos executivos poderá auxiliá-los a decidir melhor sobre a divulgação de um fato relevante e, dessa maneira, a assimetria de informações será reduzida. Convém ressaltar que o pressuposto de que uma das partes se beneficia da assimetria de informações não foi verificado na maioria dos PAS analisados. Por exemplo, qual seria a vantagem em não divulgar a negociação de um imóvel ou a alienação judicial de unidade produtiva? Em outros casos, contudo, foi possível identificar que a divulgação não foi realizada para evitar prejuízos ao acionista controlador, o que pode ser observado na operação envolvendo o fechamento de capital da Bompreço S/A.

F A T O R E L E V A N T E	DIVULGAÇÃO INTEMPESTIVA		BM&F BOVESPA	
	PAS 04	Negociação de imóvel		DRI
	PAS 05	Aquisição de empresa		PCA/DRI
	PAS 10	Perdas com derivativos		DRI
	PAS 35	Habilitação de crédito fiscal		MCA/DRI
	PAS 39	Renegociação de dívida		DRI
	PAS 45	Alienação do controle acionário		ACIONISTA CONTROLADOR/DRI
	PAS 62	Recuperação judicial		DRI
	PAS 66	Alienação judicial de unidade produtiva		DRI
	PAS 67	Alienação de ações da Usiminas		DRI
	PAS 75	Fechamento de capital		ACIONISTA CONTROLADOR/DRI
	PAS 76	Falência		PCA e CEO/DRI
PAS 77	Empréstimos para a controladora	DRI		
DIVULGAÇÃO INAPROPRIADA		IMPrensa		
PAS 06	Projeção de desempenho		MCA e CEO/DRI	
PAS 19	Projeção de desempenho		PCA e CEO e DRI	
PAS 22	Plano de investimentos		CEO/DRI	
PAS 46	Projeção de desempenho		PCA e CEO	
PAS 64	Projeção de desempenho		PCA e CEO	

Figura 12: Esquema referente à subcategoria fato relevante⁶

⁶ Na terceira coluna das tabelas, a conjunção “e” indica que o punido ocupava, simultaneamente, outros cargos, enquanto a “/” sinaliza que a CVM puniu mais de um indivíduo no PAS correspondente.

Outro aspecto que deve ser considerado refere-se ao predomínio do DRI como o responsável pela infração na divulgação intempestiva de informações. Apenas em três PAS, os conselheiros de administração foram punidos pela CVM, demonstrando que não existe consenso na autarquia neste item, a despeito de o artigo 3º, § 2º, da ICVM nº 358/02 estabelecer que os diretores e conselheiros, que tenham conhecimento de fato relevante e constatem a omissão do DRI, somente se eximirão de responsabilidade caso comuniquem imediatamente o fato relevante à CVM. De toda forma, verificou-se que não há um envolvimento do Conselho de Administração nas matérias que giram em torno da divulgação voluntária de informações, o que remete aos achados de Rutherford e Buchholtz (2007), assim como de Donnelly e Mulcahy (2008). Esses autores concluíram que quanto maior a proporção de conselheiros não executivos no colegiado, maior será o nível de divulgação voluntária de informações.

Ainda em se tratando da divulgação intempestiva, cabe ressaltar que os gestores, em especial o DRI, não agiram ou o fizeram de forma tardia, sendo os acionistas minoritários os principais prejudicados. Desse modo, parece haver uma peculiaridade no mercado de capitais brasileiro, pois a assimetria de informações não ocorre entre o principal e o agente, conforme apontavam Arrow (1984) e Williamson (1993), mas sim entre controladores e não controladores. Entende-se que essa observação está diretamente relacionada à concentração da propriedade e à presença do controlador na administração, que caracterizam a situação mais comum no Brasil (BORTOLON; BRUGNI, 2012).

O não agir do DRI, conforme ressaltado anteriormente, é comprovado pelo fato de a CVM ter instaurado os PAS em decorrência das oscilações atípicas nas cotações das ações das companhias, as quais podem ser verificadas diariamente por qualquer pessoa que tenha acesso à internet ou aos jornais de grande circulação. Ainda em relação à divulgação intempestiva, percebeu-se uma atuação ativa da BM&FBovespa que, de acordo com a ICVM nº 461/07, funciona como um órgão auxiliar da autarquia. Evidencia-se, portanto, o argumento de Frooman (1999) sobre a complexidade das relações entre as partes interessadas, devido à sua interdependência.

Quanto à divulgação inapropriada, seis companhias utilizaram veículos de comunicação impróprios para divulgar a informação. Nesse caso, existe um padrão em relação às situações que deveriam ter sido objeto de fato relevante. Basicamente, elas compreendem a divulgação de projeções sobre o desempenho.

Convém ressaltar que as projeções foram frequentemente fornecidas pelos CEOs, os quais ocupavam, simultaneamente, a Presidência do Conselho de Administração em três dos

cinco PAS relacionados. Em um dos PAS, o CEO era também conselheiro. Como tais executivos provocavam as matérias jornalísticas, desconfia-se de que os mesmos tinham interesse em gerar marketing positivo para as empresas.

Sendo o PCA e o CEO a mesma pessoa, pode-se afirmar que não há independência no Conselho de Administração, isto é, se a pessoa que fiscaliza é a mesma que executa, é possível concluir que não existe fiscalização. Segundo o IBGC (2009, p. 35), não é recomendável que o CEO seja membro do Conselho de Administração, para que não haja concentração de poder, em prejuízo da supervisão adequada da gestão.

Cabe acrescentar ainda que a BM&FBovespa também auxiliou a CVM nos PAS associados à divulgação inapropriada de informações. Entretanto, convém destacar a presença da imprensa, que emerge nesse conjunto de casos em virtude do seu interesse em publicar notícias inéditas. Desse modo, torna-se claro o alinhamento dos seus interesses aos dos CEOs.

Na subcategoria limite de 5%, foram associados seis PAS. Nela estão incluídas as infrações ao artigo 12 da ICVM nº 358/02, destacado a seguir:

Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, [...], que atingir participação, direta ou indireta, que corresponda a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, deve enviar à CVM [...], assim como divulgar, nos termos do art. 3º, declaração contendo as seguintes informações:

- I. nome e qualificação do adquirente, [...];
- II. objetivo da participação e quantidade visada;
- III. número de ações [...];
- IV. número de debêntures conversíveis em ações [...]; e
- V. indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia. (CVM, 2002, ICVM nº 358).

Entende-se que a alteração material no quadro de acionistas de qualquer companhia pode gerar reflexos sobre a forma como os negócios são conduzidos e, com isso, modificar a percepção das partes interessadas sobre a mesma. Em função disso, a CVM monitora a evolução das participações acionárias nas companhias abertas, a fim de verificar se as disposições regulatórias são cumpridas.

Dos seis PAS que compreendem tal subcategoria, referida infração foi cometida por acionistas não controladores em 50% deles. Nesse caso, a possibilidade de a administração fazer alguma coisa é reduzida. Existe uma chance de a não divulgação em referência ser atribuída ao desconhecimento da legislação, justamente pelo fato de que ela é uma das poucas

que estabelece obrigações para acionistas, investidores e administradores, e não para as companhias abertas.

Por outro lado, há que se considerar que, quando o limite estabelecido pela CVM é rompido por acionista controlador, conselheiro ou gestor, a informação torna-se ainda mais importante, uma vez que envolve pessoas envolvidas diretamente com o negócio. Essa situação foi observada nos demais PAS, ou seja, acionistas controladores, PCAs, MCAs ou diretores cometeram a irregularidade em três casos, ocasionando assimetria informacional no mercado. Nesse caso, pode-se admitir que os infratores subestimam o poder de fiscalização da CVM ou desconhecem a legislação. A última opção corrobora o argumento de Hendry (2005), desde que estendido para acionistas controladores e conselheiros. Entretanto, essa observação é negativa, pois se espera o contrário das pessoas que são responsáveis, em última instância, pelo desempenho organizacional.

Mais uma vez, tornou-se difícil identificar quais os benefícios que seriam ocasionados pela não divulgação das informações relacionadas à subcategoria limite de 5%. Por exemplo, qual seria a vantagem para um MCA, por exemplo, em não divulgar a aquisição de participação superior a 5% das ações da empresa em que atua? Essa explicação torna-se ainda mais difícil pelo fato de que a divulgação é obrigatória somente após aquele limite ser ultrapassado. Portanto, ela não teria nenhum impacto na valorização das ações durante a aquisição das mesmas.

Ao todo, quatro PAS foram codificados na subcategoria informações periódicas, todos envolvendo atrasos na divulgação dos formulários exigidos pela CVM. O caso que mais chamou a atenção foi o PAS 15, uma vez que o atraso foi consciente. A administração da companhia entendeu que a divulgação das demonstrações contábeis traria impactos negativos para as relações com os credores. De certa forma, essa observação permite inferir que foi realizado um mapeamento das partes interessadas, como sugerem Freeman e Reed (1983), embora não seja possível determinar os critérios considerados. Tal constatação sugere que, em sendo elevada a concentração acionária, os acionistas minoritários sempre representarão risco reduzido para a companhia e, em consequência, o esforço da administração para atender seus interesses será mínimo.

Por fim, somente o PAS 48 foi associado à subcategoria período de silêncio, que é abordado no artigo 48, inciso IV, da ICVM nº 400/03:

A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, [...], envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, [...], deverão, sem prejuízo do disposto na Instrução CVM nº 358, de 2002:

I. [...]

IV. abster-se de se manifestar na mídia [...] até a publicação do Anúncio de Encerramento da Distribuição [...]. (CVM, 2003, ICVM nº 400).

Nesse caso, tornou-se evidenciada a assimetria informacional, provocada por suplente do Conselho de Administração da companhia envolvida. Percebeu-se que referido administrador possuía um conflito de interesse, pois atuava como executivo de uma das ofertantes das ações. Essa situação é problemática, visto que, segundo o IBGC (2009), caberia ao Conselho de Administração prevenir e administrar situações de conflitos de interesses, e não ocasioná-las, como observado no PAS em referência.

Aproximadamente, 36,4% do total dos PAS que compõem o universo da pesquisa foram codificados em assimetria informacional, demonstrando que esse problema é muito presente no mercado de capitais brasileiro. Por mais que os conselheiros de administração não tenham prevalecido entre os punidos, verificou-se que o colegiado oferece pouca proteção para a simetria de informações.

Difícilmente, pode-se acreditar que os conselheiros desconhecem as informações relevantes que circulam nas organizações, pois são eles os responsáveis por traçar suas diretrizes estratégicas (FAMA; JENSEN, 1983a). Por exemplo, no PAS 77, o Conselho de Administração aprovou os empréstimos concedidos por companhia aberta a acionista controlador, o que torna óbvio que o mesmo conhecia a informação. Entretanto, não houve nenhuma orientação do colegiado sobre a forma como a Diretoria deveria tratar tal informação, o que vai de encontro ao argumento de Alchian e Demsetz (1972). Esses autores afirmavam que o monitor deveria fornecer instruções sobre o que fazer e como. O IBGC (2009) também aponta que o Conselho de Administração é responsável por apoiar continuamente a gestão da organização.

Além disso, as falhas do DRI quanto à ausência de divulgação das informações indicam problemas quanto à atividade de fiscalização do colegiado, uma vez que aquelas podem impor prejuízos às organizações, mesmo que não sejam financeiros. Assim, recomenda-se que o colegiado passe a discutir nas suas reuniões como a organização deve conduzir a divulgação de informações que reflitam decisões estratégicas.

4.4. NEGLIGÊNCIA DOS INTERESSES DOS *STAKEHOLDERS*

Para atender a esse objetivo específico, a codificação compreendeu qualquer denúncia recebida pela CVM em relação às companhias abertas, que tenha resultado na instauração de PAS, cujo julgamento foi desfavorável. De acordo com a Lei nº 6.385/76, a CVM possui o mandato legal de proteger acionistas e investidores contra (i) emissões irregulares de ações, (ii) atos ilegais de administradores e controladores de companhias abertas, e (iii) o uso de informação privilegiada. Dessa forma, espera-se que a administração das empresas tenha negligenciado, principalmente, os interesses de acionistas não controladores e investidores.

Ao todo, oito PAS foram codificados nessa categoria. Isso significa que, dos 77 PAS que compõem o universo de pesquisa, um pouco mais de 10% foi instaurado em virtude de denúncias, apresentadas à CVM por acionistas não controladores, conselheiros fiscais e investidores.

Considerando que, segundo Freeman e Reed (1983), os *stakeholders* são todo grupo ou indivíduo que possa afetar o cumprimento dos objetivos organizacionais, ou que possa ser afetado pelo cumprimento dos mesmos, referidas denúncias podem ser interpretadas como uma reação das partes interessadas. A Figura 13 apresenta a distribuição das denúncias apresentadas por acionistas, conselheiros fiscais e investidores.

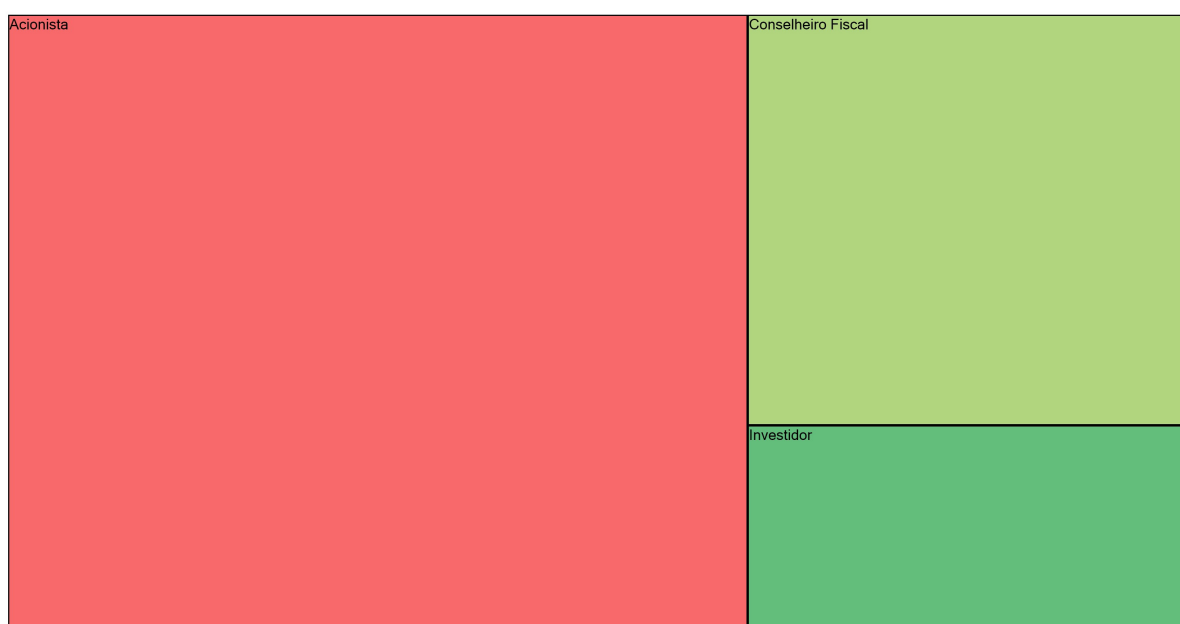


Figura 13: Mapa de árvore referente às denúncias de *stakeholders*

As denúncias apresentadas por acionistas não controladores totalizaram cinco. Duas empresas foram denunciadas por conselheiros fiscais. Apenas uma reclamação foi apresentada por investidor. Apesar de acreditar que este era acionista da empresa, optou-se por manter a descrição constante do PAS na sua codificação. É possível perceber que os denunciantes utilizaram a estratégia indireta para afetar as empresas, buscando apoio no órgão regulador para alcançar os seus objetivos (FROOMAN, 1999).

Embora não existam parâmetros para avaliar se a quantidade de denúncias foi grande ou reduzida, deve-se ressaltar que, no período abrangido pela pesquisa, a CVM instaurou, em média, 1,6 PAS por ano a partir das denúncias recebidas. Considerando que, em setembro de 2012, 646 companhias possuíam o capital aberto, de acordo com a CVM (2012, p. 10), a média de denúncias parece ser pequena. Essa observação deve ser analisada com cuidado, pois não necessariamente ela indica que inexistem problemas quanto à governança corporativa no Brasil. Ao contrário, ela pode apontar que as sanções impostas pela CVM não trazem os resultados esperados por aqueles que solicitam a intervenção do regulador, ou, até mesmo, demonstrar que os participantes do mercado desconhecem seus direitos.

Considerando o universo de pesquisa, não foi possível detectar se as sanções aplicadas pela CVM foram suficientes para reparar os danos ocasionados aos acionistas não controladores e investidores.

Mediante denúncia de acionistas minoritários, os PAS 30 e 57 foram instaurados pela CVM com a finalidade de apurar irregularidades cometidas por acionistas controladores na eleição de conselheiros fiscais, matéria que predominou no conjunto de PAS codificados em negligência dos interesses dos *stakeholders*.

O Reclamante afirmou que requereu a instalação do Conselho Fiscal e elegeu seus representantes nas Assembleias Gerais Ordinárias [...] de 1997 e 1998. Mas, na AGO de 1999, o candidato por ele apoiado teria perdido a eleição [...]. Em 2001, **o Reclamante não compareceu à AGO e os demais acionistas minoritários não apresentaram candidato**, não havendo representantes dos minoritários no Conselho Fiscal daquele ano. (PAS 30, 2009, grifo nosso).

O presente processo teve seu início em 30/05/03, **através de apresentação de reclamação à CVM [...] por parte de acionista detentor de ações preferenciais da SPRINGER S/A.** Tal reclamação referia-se à eleição para o Conselho Fiscal da companhia pelos acionistas preferencialistas, na AGO de 29/04/03. (PAS 57, 2008, grifo nosso).

Os controladores, que também eram administradores nas respectivas empresas, realizaram contínuas manobras para impedir que os acionistas não controladores elessem

representantes para o Conselho Fiscal. Como o termo manobra remete à conduta oportunista, esta será analisada em maior profundidade na seção 4.6. De toda forma, as situações observadas nos PAS em referência demonstram os conflitos provocados pelo exercício do direito de voto, em que é difícil, segundo Freeman e Reed (1983), identificar os grupos adversários.

Nos PAS 14 e 69, a denúncia partiu de conselheiros fiscais, o que talvez explique o motivo pelo qual os acionistas controladores dos PAS 30 e 57 realizaram inúmeras coalizões para ter um Conselho Fiscal composto exclusivamente por seus representantes e, dessa maneira, reduzir o risco de serem denunciados à CVM. A análise dos PAS 14 e 69 permitiu perceber o valor da informação, conforme salientava Eisenhardt (1989). O conselheiro fiscal, de acordo com a LSA, pode solicitar esclarecimentos ou informações aos órgãos de administração, o que tende a facilitar a identificação de eventuais irregularidades cometidas pela gestão.

Em relação ao PAS 14, o Conselho de Administração da Clarion S/A Agroindustrial foi denunciado por ter aprovado aumento de capital, com base em critério que favorecia o acionista controlador, o que implicou a diluição dos acionistas minoritários. De fato, observou-se que tais acionistas foram prejudicados, pois o colegiado tomou uma decisão desinformada sobre o aumento de capital. Com isso, notou-se que os conselheiros estavam alinhados aos interesses dos acionistas controladores, o que, para Freeman e Reed (1983), tem o efeito de levar a organização em direção ao declínio econômico. Para esses autores, a organização deve ser governada, considerando o conjunto de *stakeholders* e seus respectivos interesses.

Rubem dos Santos, acionista minoritário e membro do conselho fiscal, encaminhou manifestação à CVM alertando sobre esses fatos. (PAS 14, 2010, grifo nosso).

O fato de o CEO da companhia ocupar, simultaneamente, a Presidência do Conselho de Administração torna a situação ainda mais delicada, pois não é possível assumir que o colegiado desconhecia o real desempenho da Clarion S/A Agroindustrial. Conforme apontam Musteen, Datta e Kemmerer (2010), a dualidade do CEO está negativamente relacionada à reputação corporativa. Cabe ressaltar que, no âmbito do PAS 14, os conselheiros de administração e fiscais da empresa foram punidos.

Quanto ao PAS 69, o MCF denunciou a administração da Newtel Participações S/A por utilizar a empresa para pagar despesas da sua controladora, o que demonstra, novamente,

o alinhamento dos conselheiros de administração aos interesses dos acionistas controladores. Contrariando o argumento defendido pelos estudiosos da teoria dos *stakeholders*, os administradores privilegiaram o aumento da riqueza dos acionistas (FREEMAN; REED, 1983; FREEMAN et al., 2010).

Em correspondência encaminhada à Superintendência de Relações com Empresas – SEP [...], **o senhor Renato César alegou que sofrera restrição ao exercício do dever de fiscalização, como membro do conselho fiscal, ao ter sido impedido de ter acesso aos lançamentos contábeis e às respectivas comprovações das despesas jurídicas da Newtel [...].** (PAS 69, 2007, grifo nosso).

Não há como afirmar que a administração das companhias envolvidas nos PAS 14 e 69 promoveu o mapeamento das partes interessadas. Entretanto, se o fez, desconsiderou a possibilidade de os conselheiros fiscais buscarem apoio junto a outros *stakeholders*. De certo, as estratégias traçadas evidenciam que não houve preocupação com a questão ética, o que estaria alinhado aos achados de Teixeira e Mazzon (2009). Claramente, há uma contradição com a ideia de Freeman et al. (2010), uma vez que tais autores sustentavam que os administradores são os responsáveis por fazer com que os interesses dos *stakeholders* caminhem, de forma harmoniosa, na mesma direção.

As denúncias dos conselheiros fiscais ainda podem ser avaliadas sob outra perspectiva. Geralmente, o contato que o MCF tem com os negócios é menos frequente que o do MCA. O inciso VI, do artigo 163, da LSA estabelece que o MCF deve analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas pela companhia. Apesar do contato menos frequente com os negócios, a efetividade do MCF permite questionar o papel de monitor do Conselho de Administração, considerando os argumentos apresentados por seus representantes quando da análise do OE 2. Parece que a atividade de fiscalização não é prejudicada pela distância dos negócios.

Os PAS 38, 42 e 72 foram instaurados pela CVM em decorrência de denúncias recebidas de acionistas não controladores. No PAS 38, a administração da Manasa Madeireira Nacional S/A teve os critérios, utilizados para definir o preço das ações na oferta pública para fechamento de capital, questionados. Apesar da denúncia, referida oferta foi registrada e, em consequência, a empresa teve o seu capital fechado. Esse desfecho permite concluir que o acionista minoritário não obteve êxito em sua demanda.

O processo se originou de reclamações apresentadas por acionista da companhia à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários no

processo de registro da oferta pública para cancelamento de seu registro de companhia aberta. (PAS 38, 2009, grifo nosso).

O PAS 42 aborda a incorporação da M&G Polímeros Brasil S/A, companhia fechada, na M&G Poliéster S/A, companhia aberta, sendo ambas controladas pela Mossi & Ghisolfi International S/A. Os acionistas da M&G Poliéster S/A questionaram os critérios utilizados para a avaliação das ações da M&G Polímeros Brasil S/A, que implicou a diluição dos minoritários. Nesse caso, somente o acionista controlador foi punido.

[...], a Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A. protocolizou pedido de declaração de impedimento de voto do acionista controlador, nos termos do art. 115, §1º, da LSA, alegando haver inconsistências técnicas na avaliação a valor econômico da Companhia, o que teria causado distorções na relação de troca das ações. Ademais, apontava ter havido também a caracterização de um negócio jurídico indireto, **vez que a operação de incorporação teria sido realizada com a finalidade exclusiva de diluir a participação societária dos acionistas**, de modo a não mais lhes garantir determinados direitos políticos. (PAS 42, 2009, grifo nosso).

O PAS 72 também foi instaurado em decorrência de diversas denúncias arquivadas por acionistas junto à CVM, visto que os mesmos se viram prejudicados pelos empréstimos concedidos pela Tele Centro Oeste Celular Participações S/A (TCO) à sua controladora. Porter e Kramer (2006) já salientavam a necessidade de as organizações estarem atentas para a maior efetividade de grupos ativistas, os quais deveriam ser contemplados no processo de formulação da estratégia.

A primeira reclamação foi efetuada em 13/05/02 pelo acionista Luiz Mann [...]. Posteriormente, foram apresentadas mais as seguintes reclamações: 03/07/02 - Luiz Mann, 14/08/02 - Paulo A. G. Paiva, 14/08/02 - Antônio Paulo C. Klapka, 15/08/02 - BankBoston Asset Management Ltda., 16/08/02 - Marcelo de Queiroz Vieira, 20/08/02 - Animec, 22/08/02 - Tom Oatman, 26/09/02 - Capital International Inc. (PAS 72, 2007, grifo nosso).

É possível perceber a mobilização dos acionistas não controladores, em virtude da proximidade das datas em que arquivaram suas denúncias junto ao órgão regulador.

Os estudiosos da teoria dos *stakeholders* defendem que os gestores são responsáveis por considerar as partes interessadas nas organizações em suas decisões – clientes, fornecedores, empregados, governo, sociedade, entre outros – e não somente os acionistas (ou *shareholders*) (FREEMAN; REED, 1983; FROOMAN, 1999; FREEMAN et al., 2010). Entretanto, no PAS 72 é evidente que as partes interessadas, em especial os acionistas não

controladores, tiveram seus interesses negligenciados, a exemplo do argumento que a própria CVM utiliza no que se refere à distribuição de dividendos.

[...], entendo que existem demonstrações de que o único interesse considerado na aprovação das sucessivas operações foi o dos controladores indiretos da TCO. (PAS 72, 2007, grifo nosso).

Ficou claro que não foi feita qualquer avaliação sobre outras eventuais alternativas para a destinação dos recursos disponíveis no caixa da TCO, notadamente sobre o pagamento de dividendos [...]. A demonstração de que esta análise foi realizada teria sido extremamente relevante, já que **os dois grupos de acionistas, controladores e minoritários, estavam, naquelas deliberações, em polos opostos.** A escolha entre a distribuição de dividendos a todos os acionistas e a destinação do caixa da Companhia para o financiamento do controlador expressa exatamente essa contraposição de interesses. (PAS 72, 2007, grifo nosso).

Outro aspecto que deve ser comentado está relacionado ao fato de o Conselho de Administração da TCO ter aprovado a concessão dos empréstimos por unanimidade. Cabe salientar que os acionistas controladores da empresa também ocupavam assentos em seu colegiado.

[...], entendo que esses administradores da TCO tinham interesse conflitante com o da Companhia nas deliberações objeto deste processo e, portanto, atendendo ao comando da lei, deveriam ter deixado de votar e ter, ainda, exposto nas atas a natureza de seu interesse. (PAS 72, 2007, grifo nosso).

No PAS 72, foi possível perceber, mais uma vez, o alinhamento dos conselheiros de administração aos interesses dos acionistas controladores. Dessa maneira, sua atuação encontra-se distante das sugestões de Freeman e Reed (1983), IBGC (2009), Freeman et al. (2010) e Bammens, Voordeckers e Van de Gils (2011). Todos entendem que a função do Conselho de Administração é prevenir, mediar e administrar situações de conflitos de interesses.

No PAS 04, a CVM recebeu reclamação de investidor, que teria questionado a necessidade de a Cerâmica Chiarelli S/A divulgar a venda de imóvel por meio de fato relevante. É possível identificar a noção de grupo adversário, conforme abordada por Freeman e Reed (1983), ou seja, as partes interessadas podem interferir nas organizações, a ponto de afetar seu processo decisório e ocasionar eventuais prejuízos.

[...] trata de reclamação apresentada por investidor [...], tendo em vista notícia publicada, em 26/11/09, no jornal Gazeta Guaçuana, sob o título

“Shopping vai se instalar na Chiarelli” [...]. **A reportagem foi feita com base em informações divulgadas por Trade Invest Brasil**, promitente compradora do imóvel, **sem o conhecimento da Chiarelli**. (PAS 04, 2011, grifo nosso).

A interferência dos *stakeholders* pode ser observada em âmbito do PAS 04, não só pelo investidor que arquiva a denúncia, mas também pelo comprador do imóvel que divulga a negociação à imprensa. Assim, ele expõe a companhia perante o público investidor, o que demonstra a importância de se gerir as relações com as partes interessadas (FREEMAN; REED, 1983; BALSER; MCCLUSKY, 2005; COOMBS; GILLEY, 2005; LYRA; GOMES; JACOVINE, 2009). Essa situação permite perceber o dinamismo envolvido no mapeamento das partes interessadas, pois determinado ator pode se tornar um *stakeholder* com a mesma velocidade que um *stakeholder* pode deixar de sê-lo, ou seja, até iniciar as negociações com a Cerâmica Chiarelli S/A, talvez o promitente comprador do imóvel não pudesse ser enquadrado como uma parte interessada daquela companhia.

Além disso, no mesmo PAS 04, identificou-se a ação da BM&FBovespa, ao solicitar explicações quanto às oscilações atípicas observadas nas ações da empresa em determinado período, o que vai ao encontro da observação de Frooman (1999) sobre a complexidade das relações entre as partes interessadas, devido à sua interdependência.

[...], **a BM&FBovespa enviou ofício à Chiarelli solicitando eventuais informações da companhia sobre a oscilação do valor de suas ações e o aumento do número de negócios e da quantidade negociada**, entre 25/11/09 e 29/12/09. Em resposta, a Chiarelli afirmou que o único fator que poderia ter influenciado os negócios no período mencionado foi o Fato Relevante de 17/12/09. (PAS 04, 2011, grifo nosso).

Considerando que, de acordo com Freeman e Reed (1983), cabe aos Conselhos de Administração estabelecer como a organização deve lidar com os diferentes *stakeholders*, esse PAS ilustra o silêncio do colegiado em relação à matéria. Essa constatação está de acordo com as conclusões obtidas por Ingley e Van der Walt (2005) em pesquisa que tratava da percepção dos conselheiros sobre suas contribuições para a governança corporativa. Segundo os autores, os conselheiros atribuíram pouca importância para o relacionamento com os *stakeholders*.

4.5. AÇÕES QUE OCASIONARAM A DESTRUIÇÃO DE VALOR

Para cumprir esse objetivo específico, foram consideradas, na codificação, questões objetivas, a exemplo de perdas financeiras impostas às organizações, bem como situações subjetivas que pudessem afetar a imagem das empresas.

A ideia de Freeman et al. (2010) para a criação de valor contempla a interação entre as partes interessadas. Segundo os autores, os credores, que compreendem acionistas controladores e não controladores, por possuírem uma fatia na companhia, esperam um retorno financeiro sobre a mesma. Dessa maneira, e para os fins dessa pesquisa, as situações que impedem a distribuição desse retorno são destruidoras de valor.

Ao todo, 29 PAS foram codificados nessa categoria (cerca de 40% do total), em virtude de situações com potencial para afetar o processo de criação de valor que, por sua vez, gera impactos na perenidade das organizações (FREEMAN et al., 2010).

No decorrer da análise dos PAS, a categoria foi dividida, de modo que fosse possível refletir algumas distinções. Com isso, foram criadas três subcategorias: suspensão do registro, perdas financeiras e prazo de vedação. Todas estão demonstradas na Figura 14, em que as áreas refletem a proporção dos PAS codificados em cada uma delas.



Figura 14: Mapa de árvore das subcategorias em destruição de valor

A subcategoria suspensão do registro é preponderante, tendo 25 PAS associados. Considerando o período em análise, observou-se que várias companhias abertas tiveram seus registros suspensos, ou até mesmo cancelados, pelo fato de não atenderem às exigências da

CVM. Convém mencionar que o registro de companhia aberta pressupõe atender um conjunto de exigências regulatórias, no que tange à divulgação de informações periódicas, as quais incluem os seguintes formulários: Informações Trimestrais (ITR), Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e Formulários de Referência (FR).

Na medida em que os formulários não são divulgados nos prazos definidos pela CVM, as companhias ficam expostas a multas cominatórias. Além disso, deixando de divulgar tais informações por um período superior a um ano⁷, a CVM pode suspender o registro de companhia aberta e, posteriormente, cancelá-lo. Deve-se ressaltar que o cancelamento do registro de companhia aberta não impede o órgão regulador de apurar os responsáveis pelas infrações, as quais geralmente recaem sobre o DRI.

Como argumenta Sanvicente (1996), o registro de companhia aberta confere uma flexibilidade adicional na política de financiamento da empresa. Assim, o cancelamento desse mesmo registro pode dificultar a captação de recursos, e, até mesmo, inviabilizar a organização. A insustentabilidade, assim, seria resultado da destruição de valor (FREEMAN et al., 2010).

Dessa maneira, é possível entender que não divulgar as informações periódicas, além de gerar assimetria informacional, prejudica a reputação corporativa, o que sinaliza a destruição de valor, pois não é concebível que uma gestão eficiente escolha desafiar as exigências do órgão regulador. A seguir, destacam-se os extratos dos PAS codificados na subcategoria suspensão do registro.

[...] a Companhia encontrava-se inadimplente com relação ao envio à CVM de informações obrigatórias, por período superior a 3 anos⁸. (PAS 09, 2010, grifo nosso).

O Termo de Acusação originou-se da suspensão do registro de companhia aberta das Indústrias Barbero, em 26/10/04, que se encontrava inadimplente com o dever de prestar informações à CVM por mais de 3 anos. (PAS 13, 2010, grifo nosso).

A ELETROSILEX teve seu registro de companhia aberta suspenso, sendo comunicada de tal fato em 26/10/04 [...]. A última informação depositada pela Companhia foi o IAN/97. A CVM, em 18/03/08, comprovando a paralisação das atividades da Companhia por um prazo superior a três anos, cancelou o seu registro de companhia aberta. (PAS 16, 2010, grifo nosso).

⁷ Conforme artigo 52, da ICVM nº 480/09.

⁸ Até 1º de janeiro de 2010, de acordo com a ICVM nº 287/98, as companhias que deixaram de prestar informações periódicas à CVM por três anos consecutivos tiveram seus registros suspensos e, posteriormente, cancelados. A partir de então, a ICVM nº 480/09 entrou em vigor, reduzindo o prazo para que uma companhia aberta tivesse seu registro suspenso.

Constam como pendentes no sistema de controle da CVM o 3ºITR/00, a DF/00, a DFP/00, a ata da assembleia-geral de acionistas do exercício social de 2000 e seu respectivo edital de convocação, além de todos os documentos e informações relativos aos exercícios sociais encerrados de 2001 em diante. (PAS 17, 2010, grifo nosso).

A Companhia encontrava-se inadimplente com relação ao envio à CVM de informações obrigatórias, por período superior a 3 anos. (PAS 20, 2010, grifo nosso).

[...] a Companhia Geral de Indústrias foi comunicada da suspensão de seu registro junto a esta autarquia por **não prestar informações periódicas durante mais de três anos.** (PAS 23, 2010, grifo nosso).

[...] **as AGOs relativas aos exercícios sociais findos entre 31/12/1999 e 31/12/2006 não foram convocadas nem realizadas,** com base nas seguintes evidências: i) não há registro das atas de tais AGOs na Junta Comercial do Estado do Rio Grande do Sul; e ii) os editais de convocação e as atas das AGOs não foram encaminhados à CVM [...]. (PAS 25, 2010, grifo nosso).

[...] **a Sharp Equipamentos Eletrônicos S.A. teve seu registro de companhia aberta suspenso [...],** por não prestar informações à CVM por mais de 3 anos consecutivos. (PAS 29, 2009, grifo nosso).

Este processo teve origem na suspensão do registro de companhia aberta da Metalon em 05/10/2004, [...], em razão de a Companhia ter estado inadimplente com o dever de prestar informações à CVM por mais de três anos. (PAS 31, 2009, grifo nosso).

A SEP concluiu que **as AGOs relativas aos exercícios sociais findos entre 31/12/1998 e 31/12/2006 não foram convocadas e realizadas,** com base nas seguintes evidências: (i) não há registro das atas de tais AGOs na Junta Comercial do Estado do Ceará; (ii) os editais de convocação e as atas das AGOs não foram encaminhados à CVM; e (iii) **os administradores da Companhia não contestaram a afirmação relativa à não realização das referidas AGOs.**(PAS 32, 2009, grifo nosso).

A Auferville Trust obteve seu registro na CVM em 26/01/2000. [...] as primeiras informações periódicas não entregues foram as DFs e as Demonstrações Financeiras Padronizadas - DFP referentes a 31/12/2000, com vencimento de entrega em 31/03/2001. **A apuração das responsabilidades no presente processo abrange, portanto, o período de 31/03/2001 a 05/10/2004, data da suspensão do registro da Companhia.** (PAS 33, 2009, grifo nosso).

Constatou-se a não convocação e realização das AGOs nas quais, dentre outras matérias, **deveriam ter sido aprovadas as DFs relativas aos exercícios findos em 31/12/97 a 31/12/05.** (PAS 40, 2009, grifo nosso).

[...], **a ABC teve seu registro de companhia aberta suspenso [...], por não ter prestado informações à CVM por mais de três anos consecutivos.** (PAS 41, 2009, grifo nosso).

[...] a Mesbla teve seu registro de companhia aberta suspenso [...], **por não ter prestado informações à CVM por mais de 3 anos consecutivos.** (PAS 43, 2009, grifo nosso).

No caso concreto, a CVM praticou ato inequívoco de apuração dos fatos em 17 de abril de 2004 [...], **do qual resultou a suspensão do registro da companhia perante a CVM pelo descumprimento continuado de suas obrigações legais e regulamentares.** (PAS 44, 2009, grifo nosso).

Mesmo após o envio de ofícios solicitando a manifestação dos administradores da Companhia acerca de determinadas irregularidades, não foi enviado mais nenhum documento. **A última DFP enviada foi a referente ao exercício de 2004, e o último IAN, o referente a 1997.** (PAS 47, 2008, grifo nosso).

O não envio das informações, [...], levou o Colegiado a suspender o registro de companhia aberta da Al-Car em 05/03/04. (PAS 49, 2008, grifo nosso).

O presente PAS teve por origem a suspensão do registro de companhia aberta da Fator, **em razão de a Companhia ter deixado de prestar informações à CVM por mais de 3 anos.** (PAS 50, 2008, grifo nosso).

Por fim, no dia 02/03/04, [...], **a CIBRAN teve seu registro de companhia aberta suspenso, [...], por ter descumprido com seu dever de prestar as informações previstas no art. 13 da Instrução CVM nº 202/93,** por mais de 3 anos. (PAS 55, 2008, grifo nosso).

[...] **as AGO's referentes à aprovação de contas dos administradores, no período de 1999 até 2005, não foram realizadas,** o que seria confirmado tanto pela inexistência de publicação dos editais de convocação e das atas das AGO's, como pela confirmação do Diretor-Presidente da CNV, [...]. (PAS 56, 2008, grifo nosso).

Diante das infrações apuradas, **o colegiado decidiu, [...], pelo cancelamento do registro da companhia,** [...] em virtude da não prestação das informações previstas na Instrução CVM nº 202/93. (PAS 58, 2008, grifo nosso).

Em 03/05/04, o registro de companhia aberta da Alcanorte foi suspenso pela CVM [...], **em razão da companhia não ter enviado as informações exigidas [...].** (PAS 63, 2007, grifo nosso).

[...], em 13/05/03, **a CVM suspendeu o registro de companhia aberta da IPSA por atraso na obrigação de prestar informações por mais de três anos.** (PAS 65, 2007, grifo nosso).

[...], considerando que **os editais de convocação e as atas das AGOs referentes aos exercícios sociais findos em 31/12/02, 31/12/03 e 31/12/04 não foram encaminhados [...],** a conclusão da SEP é de que os membros do Conselho de Administração da Móveis de Aço Ângelo S/A, [...], devem ser responsabilizados pelo descumprimento dos dispositivos legais [...]. (PAS 71, 2007, grifo nosso).

O registro de companhia aberta da Companhia foi suspenso em 07/01/2005. (PAS 74, 2007, grifo nosso).

É possível assumir ainda que a administração da companhia, que continuamente deixa de atender às determinações legais, tenha a sua competência questionada. Hendry (2005), embora admitindo que nem todo gestor é igualmente competente ou infalível, entende que o Conselho de Administração deve suprir essa lacuna, guiando a gestão. Entretanto, essa postura não foi observada, o que pode ser explicado pelo fato de que havia executivos acumulando assentos nos Conselhos de Administração em 24 das 25 companhias que tiveram o registro suspenso e/ou cancelado.

Inclusive, em 13 PAS, o CEO acumulava a Presidência do Conselho de Administração, o que não é recomendado pelo IBGC (2009, p. 35), uma vez que essa configuração resulta na concentração de poder na organização, prejudicando a supervisão adequada da gestão. Essa constatação pressupõe a ausência de independência do Conselho de Administração, tema que vem sendo amplamente discutido por diversos pesquisadores (RUTHERFORD; BUCHHOLTZ, 2007; DONNELLY; MULCAHY, 2008).

Em nenhum PAS associado à subcategoria suspensão do registro, detectou-se uma preocupação do Conselho de Administração em relação aos acionistas minoritários ou investidores (FREEMAN; REED, 1983; FREEMAN et al., 2010). Foi possível notar, por exemplo, que os acusados argumentaram em suas defesas que “os descumprimentos dos dispositivos legais apontados pela CVM não trouxeram prejuízos ao mercado ou a terceiros” (CVM, 2010, PAS 20).

Pode-se dizer que acionistas não controladores, investidores, fornecedores e instituições financeiras são os *stakeholders* mais afetados pela não divulgação das informações periódicas, as quais representam um diferencial em relação às companhias de capital fechado. A partir disso, é possível pressupor uma reação dessas partes interessadas, visando minimizar prováveis perdas. Os acionistas minoritários estariam mais propensos a se desfazer de suas ações. Investidores não estariam dispostos a comprá-las. Os fornecedores alterariam suas políticas comerciais, reduzindo prazos de pagamento ou, até mesmo, deixando de vender seus produtos. E as instituições financeiras cobrariam taxas de juros mais altas nos empréstimos concedidos. Percebe-se que há um potencial para um círculo vicioso que, por sua vez, pode levar as organizações ao declínio econômico, segundo Freeman et al. (2010).

Adicionalmente, deve-se destacar que as empresas que tiveram seus registros suspensos e/ou cancelados por não divulgarem as informações periódicas, também deixaram de realizar as AGOs, cuja convocação é responsabilidade dos conselheiros de administração.

Dessa forma, nessa subcategoria, notou-se que a CVM puniu os conselheiros de administração, por descumprirem o inciso IV, do artigo 142, da LSA. Esse dispositivo legal estabelece a necessidade de os acionistas serem convocados sempre que o Conselho de Administração julgar conveniente, ou anualmente para tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras; deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos; eleger os administradores e os membros do conselho fiscal, quando for o caso e aprovar a correção da expressão monetária do capital social. Em todos os PAS codificados nessa subcategoria, houve punições para os conselheiros de administração.

Um aspecto que merece atenção diz respeito às justificativas apresentadas pela administração das companhias abertas por descumprir as exigências estabelecidas pela CVM. Frequentemente, as dificuldades financeiras explicam as infrações, como pode ser verificado nos extratos a seguir. Assim, a suspensão e/ou o cancelamento do registro de companhia aberta podem ser interpretados como resultado do processo de destruição de valor.

[...] a Companhia não pôde manter a regularidade das informações prestadas à CVM, **dado o alto custo da elaboração de balanços auditados e das publicações no Diário Oficial e em jornais de grande circulação**, dentre outros. (PAS 17, 2010, grifo nosso).

A Companhia tinha como principal ativo a participação no capital social da Montreal Engenharia S.A., **empresa que desde 1996 passava por sérias dificuldades econômicas, as quais refletiram na controladora Montreal que, sem recursos, não teve mais meios para cumprir com a legislação societária**. (PAS 20, 2010, grifo nosso).

As dificuldades financeiras da Olvebra obrigaram os executivos a manter somente atividades que garantissem o funcionamento mínimo da Companhia. Não tendo a Olvebra condições de manter um Conselho de Administração, os próprios Conselheiros estavam renunciando. (PAS 25, 2010, grifo nosso).

A Metalon se encontra há longo tempo em sérias dificuldades financeiras, o que ocasionou, por fim, a interrupção de suas atividades. **A Metalon não tem tido condições financeiras de cumprir adequadamente algumas obrigações, incluindo as de prestar informações periódicas à CVM**. (PAS 31, 2009, grifo nosso).

Em sua defesa [...] alegou, em linhas gerais, que: i) **passava por dificuldades financeiras**, agravadas por invasões do Movimento dos Sem-Terra, que culminaram na desapropriação de áreas de plantio pelo INCRA no ano de 2003 e na paralisação definitiva das atividades empresariais. (PAS 32, 2009, grifo nosso).

[...] **no exercício de 1999 a empresa funcionou parcialmente** [...]; que em 2000 a empresa não teve nenhum faturamento apresentando prejuízo da ordem de R\$ 81,7 milhões [...]; que em 2001 teve receita mensal próxima a R\$ 60 mil e prejuízo da ordem de R\$ 122,8 milhões [...]; **que em 2002 teve faturamento mensal próximo a R\$ 130 mil e prejuízo da ordem de R\$ 184,7 milhões.** (PAS 40, 2009, grifo nosso).

Os acusados ainda argumentaram que ficaram impossibilitados de cumprir esses deveres pela falência da Casa Anglo Brasileira S.A., cujas instalações eram compartilhadas pela ABC. (PAS 41, 2009, grifo nosso).

Atos indispensáveis para a realização da assembleia geral, tais como a elaboração das demonstrações financeiras [...] e a contratação de auditoria independente, **não puderam ser realizados em virtude da situação econômico-financeira da companhia** [...]. (PAS 43, 2009, grifo nosso).

A incapacidade econômica e financeira da Companhia levou à sua irregularidade fiscal, societária e tributária, o que, por seu turno, impediu a participação em novas licitações e obras públicas. (PAS 47, 2008, grifo nosso).

[...] a empresa estava impossibilitada de praticar os atos a que estava obrigada, **em razão das crises que [...] vinha atravessando desde 1997.** (PAS 49, 2008, grifo nosso).

[...] **a penúria enfrentada pela Companhia [...] impediu de publicar os balanços levantados e de produzir informações obrigatórias** (IAN, DFP, ITR, etc.), por falta de recursos para contratar assessoria de mercado. (PAS 50, 2008, grifo nosso).

Em razão da crise de energia, [...], **os administradores passaram a atuar no sentido de superar a situação deficitária da Companhia, fazendo, entre outros atos, o ajuste de caixa (ou o direcionamento do escasso caixa para determinados pagamentos).** Entre os gastos e medidas adiados, estavam justamente a convocação e realização de assembleias gerais ordinárias e a elaboração de demonstrações financeiras, [...]. (PAS 55, 2008, grifo nosso).

Em face da total paralisação das atividades da empresa desde o ano de 2001, bem como sua atual situação jurídica – a CNV é concordatária, inclusive tendo sido nomeado comissário para exercer as funções legalmente previstas – **alguns dos documentos requeridos foram extraviados ou até mesmo furtados por invasores.** (PAS 56, 2008, grifo nosso).

[...], todos os acusados que ofereceram defesa alegaram que **a não elaboração dos documentos da companhia [...] se deu por circunstâncias alheias à vontade de seus administradores**, dentre as quais destacaram: i. **a crise financeira enfrentada pela companhia**, resultante do seu processo de privatização; ii. **o aumento imprevisto dos seus custos de produção e a perda cambial resultante da desvalorização do dólar**; e iii. o fato de a companhia se encontrar com as atividades paralisadas há cerca de 6 meses. (PAS 58, 2008, grifo nosso).

[...] aludiram que **a não elaboração dentro do prazo legal das Demonstrações Financeiras em questão se deu em face da grave crise**

financeira atravessada pela Companhia Nacional de Álcalis, controladora da Alcanorte, **o que gerou a esta diversas adversidades, incluindo a falta de recursos para honrar com suas obrigações legais.** (PAS 63, 2007, grifo nosso).

[...] a empresa tida como infratora encontra-se desativada, havendo de há muito encerrado suas atividades, atingida que fora pela decretação da falência da coligada CIBRESME – COMPANHIA BRASILEIRA DE ESTRUTURAS METÁLICAS [...]. (PAS 71, 2007, grifo nosso).

Com isso, é possível especular que a não entrega dos formulários no prazo determinado representa um sinal de alerta para as partes interessadas. A própria CVM divulga periodicamente um comunicado, em que relaciona as companhias abertas que estejam em mora de, no mínimo, três meses no envio de qualquer formulário, com o seguinte teor: “o objetivo desse comunicado é alertar investidores e ao público em geral que considerem essa informação nas suas relações com as citadas companhias abertas, ou nas suas decisões de investimento” (CVM, 2013, EDITAL de 04/01/13). Certamente, as partes interessadas mais atentas interpretarão esse comunicado de uma forma negativa.

Porém, a despeito dos potenciais impactos decorrentes desse comunicado, não foi identificado nenhum esforço dos administradores em buscar alternativas junto à CVM para minimizar a assimetria informacional ocasionada pela não divulgação das informações periódicas. Desse modo, embora Freeman et al. (2010) argumentem que o administrador deve gerir os relacionamentos com os *stakeholders*, é possível dizer que os conselheiros de administração atribuíram pouca importância a isso. Inferência essa que está de acordo com os resultados obtidos por Ingley e Van der Walt (2005), ao avaliarem as percepções de conselheiros em termos da contribuição que realizam para os diferentes aspectos da governança corporativa.

É conveniente mencionar também que, de acordo com as tipologias desenvolvidas por Mitchell, Agle e Wood (1997), a CVM poderia ser enquadrada como parte interessada dominante na relação com as companhias abertas, por deter, simultaneamente, os seguintes atributos: poder e legitimidade. Segundo os autores, a influência do *stakeholder* dominante nas empresas é certa. Apesar de alguns autores defenderem que o engajamento das partes interessadas é um instrumento que permite prevenir crises institucionais, não foi identificada nenhuma tentativa de aproximação dos administradores junto à CVM com vistas a buscar alternativas para mitigar os prejuízos decorrentes da não divulgação das informações periódicas (GONÇALVES FILHO et al., 2009; LAUD; SCHEPERS, 2009).

Essa prostração da administração evidencia sua opção pela falta de transparência, o que tende a prejudicar as relações com os *stakeholders*, principalmente nos períodos mais

turbulentos, e tende a afastá-los das empresas. Para o IBGC (2009, p. 19), a transparência representa o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas as impostas por regulamentos. Na subcategoria suspensão do registro, nem mesmo as informações impostas pela legislação foram divulgadas.

Ainda nessa subcategoria, deve-se ressaltar que, para avaliar o descumprimento da legislação, a CVM contou com o apoio das juntas comerciais, fornecendo informações sobre a convocação da AGO, bem como entregando cópias de todos os atos societários registrados pelas companhias investigadas.

A subcategoria período de vedação contemplou dois PAS, e compreendeu a violação ao artigo 13 da ICVM nº 358/02. Este veda a negociação com ações pela própria companhia aberta, acionistas controladores, diretores, conselheiros de administração, entre outros (i) que tenham conhecimento de informação relativa a fato relevante ou (ii) no período de 15 dias que anteceder a divulgação da ITR ou DFP.

[...], por, **enquanto membro do Conselho de Administração da Paranapanema, [...], ter realizado negócios com ações de emissão dessa companhia** nos dias 29/05, 24, 25 e 30/06, 31/07 e em 12 e 13/08/2003, datas compreendidas nos quinze dias anteriores às divulgações do IAN de 2002, do 1º ITR de 2003 e do 2º ITR de 2003, ocorridas, respectivamente, em 30/05, 02/07 e 13/08/2003, **em flagrante violação ao §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.** (PAS 27, 2009, grifo nosso).

Ao ser questionado sobre quais os motivos que justificariam as aquisições de ações em intervalos de tempos inferiores a 15 dias antes da divulgação do IAN de 2002 e dos 1º e 2º ITRs de 2003, **o acusado declarou que não atentou para o prazo de vedação imposto pela legislação** e que o motivo de ter realizado as aquisições fora a existência, na ocasião, de disponibilidade financeira para realizá-las. (PAS 27, 2009, grifo nosso).

Araldo Marcondes de Souza **estava impedido de negociar com papéis de emissão desta companhia antes da divulgação do fato relevante**, por força da vedação absoluta prevista no artigo 13, “caput”, da Instrução CVM nº 358/02, **devendo o membro do Conselho de Administração buscar informações junto aos acionistas controladores e demais administradores antes de negociar com ações de emissão da empresa.** (PAS 52, 2008, grifo nosso).

Em ambos os casos, os punidos eram conselheiros de administração. Essa situação comprova seu despreparo, uma vez que os mesmos negligenciaram a legislação brasileira no tocante ao exercício de sua atividade. Além disso, ela tem o potencial de afetar a percepção dos acionistas não controladores e investidores, pois não há como esperar o monitoramento eficiente dos gestores, se os que devem exercê-lo praticam irregularidades.

Por fim, na subcategoria perdas financeiras, foram contemplados dois PAS: 02 e 69. Embora, ambos tenham figurado em outras categorias, foi possível notar que as infrações praticadas impuseram perdas financeiras para as organizações.

Nos dois casos, as decisões tomadas pelos administradores resultaram em despesas significativas para as organizações. Desse modo, foi possível observar que os acionistas não controladores foram afetados, especialmente pelo fato de as despesas reduzirem ou impedirem a distribuição de dividendos. De acordo com Freeman e Reed (1983), negligenciar os interesses dos *stakeholders* pode gerar impactos negativos no processo de criação de valor e, em consequência, na perenidade da organização.

No caso do PAS 02, o CEO e o PCA da Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – Embratel, sendo o primeiro também CEO da controladora Embratel Participações S.A. – EmbraPar, foram punidos pela CVM. No PAS 69, as sanções foram aplicadas à PCA, uma conselheira, que acumulava a Diretoria de Relações com Investidores, e ao CFO da Newtel Participações S/A.

Informou ainda que, no âmbito do Plano de Retenção, entre 2000 e 2003, foram desembolsados aproximadamente R\$ 4,8 milhões, e que, **entre o início de 2004 e julho desse mesmo ano, os pagamentos superaram a cifra de R\$ 92 milhões**, sendo que mais R\$ 4,5 milhões ainda poderiam ser pagos. No exercício de 2004, a Embratel apresentou prejuízo de R\$ 185.071.000,00 e a EmbraPar, em função, em boa parte, dos resultados da equivalência patrimonial, apresentou um prejuízo de R\$ 337.201.00,00. (PAS 02, 2011, grifo nosso).

[...] a redução de dividendos na controlada, em razão da elevadíssima participação societária da controladora aberta, ocasionará, diretamente, em virtude da equivalência patrimonial, **a redução do lucro da controladora [...], com a conseqüente redução dos dividendos a serem distribuídos aos acionistas desta última.** (PAS 02, 2011, grifo nosso).

[...] **ao obrigarem a Newtel a arcar com todas as despesas jurídicas do grupo**, à custa de mútuos contratados com a própria controladora Opportunity Mem, **orientando assim os recursos da Companhia para fim estranho ao seu objeto social, em prejuízo dos acionistas minoritários nos resultados [...].** (PAS 69, 2007, grifo nosso).

4.6. CONDUTAS OPORTUNISTAS

Para atender o OE 6, a codificação abarcou os desvios ou fraudes cometidos por conselheiros, gestores, acionistas, entre outros, com vistas à busca do interesse próprio, ganhos, benefícios ou lucros, incluindo a utilização de informação privilegiada.

A seguir, serão destacados os extratos dos PAS que demonstram a conduta oportunista.

O timing da decisão de compra mostrou que o investigado [advogado contratado pela Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A] tinha completa ciência a respeito dos fatos que iriam ocorrer e mesmo sobre o momento de sua divulgação a público. (PAS 01, 2011, grifo nosso).

A venda da integralidade das ações foi efetivada no dia 30/03/07, com rendimento de 16,4%. Embora não haja a necessidade de realização do lucro para que seja caracterizada a **utilização de informação privilegiada**, a alienação de toda a sua posição descaracteriza qualquer intenção de investimento a longo ou médio prazo, na forma sustentada pelo comitente. (PAS 01, 2011, grifo nosso).

Apesar de o oportunismo não ter sido adotado por membro do Conselho de Administração, o PAS 01 ilustra uma das premissas comportamentais presentes na teoria dos custos de transação, amplamente utilizada pelos teóricos da agência (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976; ARROW, 1984; EISENHARDT, 1989). Retomando o seu conceito, o oportunismo significa que os indivíduos podem empregar práticas inadequadas para alcançar um determinado objetivo ou interesse próprio (WILLIAMSON, 1981a).

Inicialmente, é necessário mencionar que o acusado, e posteriormente punido pela CVM, mantinha relações profissionais com a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A. Sendo assim, seria natural esperar que o mesmo obtivesse lucros com a prestação de serviços jurídicos, uma vez que era advogado contratado desta. Entretanto, com base na informação de que a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A iria adquirir a VRG Linhas Aéreas S/A – Varig, tal profissional adquiriu ações daquela companhia visando obter ganhos financeiros em curto período de tempo, desconsiderando as restrições impostas pela legislação e, até mesmo, eventuais prejuízos que poderiam ser ocasionados para seu próprio cliente, no caso, a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A. Parece evidente o predomínio do interesse próprio.

O PAS 01 ainda evidencia a incompletude do contrato firmado pela Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A e seu advogado. Conforme apontava Williamson (1981a), em função da racionalidade limitada das partes, é impossível lidar com as complexidades em tudo aquilo que é contratualmente relevante. Percebe-se que a administração da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A não tomou as providências adequadas para proteger-se dessa situação, o que a expôs perante investidores. A depender da interpretação dos mesmos, a credibilidade da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A poderia ser afetada, pois os investidores poderiam entender

que os administradores da companhia atuaram sem o devido cuidado ao conduzir transação de tamanha relevância para a companhia.

Cabe acrescentar que pouca divulgação é dada aos processos instaurados pela CVM, fato que contribui para que situações similares permaneçam ocorrendo, visto que as companhias não arcam com os reflexos negativos que porventura possam existir.

Ainda a partir da análise do PAS 01, emerge a questão ética relacionada à atuação de *stakeholders*. A teoria em questão pressupõe que as organizações fazem parte de um sistema aberto e, em função disso, possuem obrigações sociais (FREEMAN; REED, 1983; SMITH, 2003). Entretanto, um *stakeholder* pode não adotar um comportamento ético, implicando a necessidade de as organizações tornarem-se mais ativas na gestão dos relacionamentos com as partes interessadas, não para evitar pressões de grupos ativistas, mas sim para protegerem-se de determinadas situações.

Dessa forma, e com o objetivo de evitar eventuais prejuízos, Conselhos de Administração poderiam exigir a inclusão de cláusulas contratuais a fim de impedir prestadores de serviços, por exemplo, de negociarem com as ações das organizações que comandam. Essa postura pode vir a trazer benefícios nas relações com os acionistas e potenciais investidores, ampliando a confiança dos mesmos na gestão da organização.

No caso do PAS 02, os termos “disfarçada”, “sorrelfa” e “manobra” traduzem o comportamento oportunista do CEO da Embratel Participações S.A. – EmbraPar, o qual ocupava o mesmo cargo na controlada Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – Embratel.

Com o que foi depreendido do PAS 02, o CEO utilizou a estrutura piramidal do grupo para aprovar indenizações no âmbito de Plano de Retenção, advogando em causa própria, visto que foi beneficiado com 56,9% do montante global aprovado.

Do montante total pago pelo Plano de Retenção no âmbito da Embratel e Embratel Americas [...], apurou-se que **R\$ 52.714.669,86 [...]** foram pagos a **Jorge Rodriguez** [CEO da Emprabar e da Embratel]. (PAS 02, 2011, grifo nosso).

Não me parece haver como negar que, nos termos e condições em que aprovados, os ajustes do Plano evidenciam também um **movimento protetivo por parte dos próprios administradores, em benefício próprio e realizado de maneira disfarçada, à sorrelfa**, como se explorará mais adiante. (PAS 02, 2011, grifo nosso).

Por óbvio, **ao desviar uma decisão societária**, da companhia aberta para a sua controlada, companhia fechada, os administradores teriam feito com que, para um deles, se pagassem valores relevantes [...]. **Tal manobra foi**

realizada de maneira a fugir aos controles típicos das companhias abertas e aos correspondentes mecanismos de publicidade. (PAS 02, 2011, grifo nosso).

Os teóricos da agência reconhecem a importância dos incentivos entre os mecanismos que têm como finalidade tornar os interesses de acionistas e gestores convergentes (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976; ARROW, 1984; EISENHARDT, 1989). Como Jensen e Meckling (1976) afirmavam, cabe ao principal limitar as divergências de interesses, atribuindo incentivos ao agente para evitar que o mesmo tome decisões equivocadas.

Sem dúvida, à época do estabelecimento do Plano de Retenção, a situação da Embrapar e Embratel era complicada, pois seu controlador – a Worldcom – havia arquivado pedido de concordata nos EUA. Parecia evidente, portanto, o interesse da Worldcom em negociar o controle acionário das empresas no Brasil, sendo essencial que as mesmas apresentassem bons resultados para que o melhor preço fosse atingido. Portanto, a perda dos principais executivos poderia ser encarada como negativa para a transação.

Dessa maneira, submeter o Plano de Retenção à aprovação dos acionistas não controladores poderia colocar em risco a estratégia do controlador de manter a equipe de executivos que vinha conduzindo os negócios no Brasil. E, desse modo, a decisão relativa às indenizações (ou incentivos sob a perspectiva dos teóricos da agência) coube ao PCA e ao CEO, assessorados pelo Diretor de Recursos Humanos (DRH), sem que houvesse o envolvimento dos acionistas não controladores na matéria. É possível perceber o conflito de agência típico das empresas brasileiras, conforme apontam alguns pesquisadores, quando o acionista controlador adota um comportamento inadequado, a fim de auferir vantagens pessoais em detrimento do interesse dos acionistas não controladores (BRANDÃO, 2004; FAN; WONG, 2005; KITAGAWA; RIBEIRO, 2012).

Como salientam Jensen e Meckling (1976), quando o proprietário-gestor ou acionista controlador participa do processo decisório da firma, é razoável acreditar que ele irá se apropriar de privilégios, especialmente porque os resultados passam a ser divididos com os demais acionistas. Na situação exposta pelo PAS 02, a Worldcom arcaria apenas com um percentual das despesas incorridas no âmbito do Plano de Retenção, equivalente à participação de 19,3% que possuía no capital total da Embrapar.

Cabe notar que os efeitos da decisão impuseram prejuízos de, aproximadamente, R\$ 337 milhões à Embrapar, o que afetou a distribuição de dividendos, conforme observado nas notas explicativas às demonstrações financeiras arquivadas pela companhia para o exercício

fiscal encerrado em 31 de dezembro de 2004: “em dezembro de 2004, o resultado ajustado da sociedade base para distribuição de dividendos apresentou prejuízo” (EMBRAPAR, 2004).

Além disso, é possível constatar que o PCA representou unicamente os interesses do controlador, ao manter a discussão do Plano de Retenção na esfera interna. Por fim, convém salientar que tanto o PCA quanto o CEO foram punidos pela CVM com a inabilitação temporária de três anos para o exercício de cargo de administrador de companhia aberta.

O PAS 07 também exhibe o comportamento oportunista, sendo que, nesse caso específico, os envolvidos não auferiram ganhos, porém evitaram perdas expressivas. Com base nas informações de que a Sadia S/A teria sofrido elevados prejuízos em decorrência da crise financeira internacional, um funcionário, ex-administradores e pessoas ligadas a esses venderam ações da companhia, evitando perdas ao redor de R\$ 3 milhões, conforme estimativas da CVM, o que é vedado pela legislação em vigor.

A acusação entendeu que houve a difusão da informação dos prejuízos da Companhia dentre ex-administradores da Sadia e que a sua atuação [foi] coincidente tanto no tempo quanto na venda, [...], e concluiu pela ocorrência de negociação em condição privilegiada, mediante **o uso de informações ainda não divulgadas, com o intuito de evitar perdas quando da divulgação dos prejuízos sofridos pela Sadia em operações com derivativos cambiais.** (PAS 07, 2011, grifo nosso).

[...] Daniel Antunes de Azevedo não poderia ter negociado suas ações naquele período, **em clara situação de vantagem frente ao restante do mercado** que, diferentemente do acusado, não tinha ciência da crise enfrentada pela Sadia. (PAS 07, 2011, grifo nosso).

[...] Alberto Zuzzi reconheceu, em seu depoimento, que **comentou** com Elvio de Oliveira Flores, que era a pessoa com quem tinha mais contato, **sobre os prejuízos sofridos pela Sadia.** (PAS 07, 2011, grifo nosso).

Ademais, entendo que os argumentos apresentados pela defesa não se sustentam diante dos indícios apresentados pela acusação, principalmente no que se refere à transcrição da conversa telefônica entre o operador Tiago Tregie, da Corretora Concórdia, e o acusado, que **questiona**, de maneira insistente, **se o operador teria ouvido algum zunzum no mercado** e, em dado momento, justifica a **intenção de alienar a totalidade de sua posição por possuir informações nada, nada, boas.** (PAS 07, 2011, grifo nosso).

Alguns aspectos relacionados ao PAS 07 merecem destaque. Segundo consta em referido PAS, no período de 14 dias em que a Sadia esteve procurando reverter algumas operações com derivativos, a CVM verificou a atuação de investidores com suspeita de uso de informação privilegiada. Entretanto, a despeito de aplicar punições no âmbito do PAS 07, a CVM não logrou êxito em detectar a origem da informação, a não ser no caso do funcionário

da Sadia, o qual trabalhava justamente na área financeira, que se empenhava para equacionar as operações com derivativos.

Cabe acrescentar que o artigo 8º da ICVM nº 358/02 dispõe que acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal, entre outros, devem guardar sigilo das informações relativas a fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento. Contudo, esse dispositivo não foi acionado quando da instauração do PAS 07.

A partir disso, é possível tecer dois comentários. Primeiramente, não há dúvida de que há maior conforto na aplicação de punições quando estão envolvidas questões objetivas. Contudo, se ao Conselho de Administração cabe proteger a simetria informacional, impedir o oportunismo e monitorar a gestão, percebe-se que existe uma lacuna nos julgamentos que abrangem essas infrações (FAMA; JENSEN, 1983b; ARROW, 1984; EISENHARDT, 1989). Porque não advertir conselheiros em casos semelhantes?

Em segundo lugar, a situação de crise expõe algumas fragilidades. No caso da Sadia S/A, ficou claro que faltou o devido cuidado para impedir a disseminação de informação ainda não divulgada ao mercado, o que pressupõe uma falha do Conselho de Administração.

A análise do PAS 11 permite constatar que a utilização de informação privilegiada é comum em situações que envolvem a compra ou a alienação de controle acionário. Além disso, parece claro que a CVM dispõe de um método eficaz para identificar investidores que fazem uso desse expediente. Entretanto, esse PAS também demonstra a impotência das empresas em impedir a disseminação de informações relevantes.

Indagado, o acusado declarou que **comprou as ações RIPI3 em função de conversa [...] com três desconhecidos trajados de terno e gravata**, bem como “pela verificação efetiva do crescimento do preço e do volume do papel dos dias 5 e 6 até o dia 15/03/07”. (PAS 11, 2010, grifo nosso).

O defendente alega que [...] a **informação de que a Petrobras seria compradora da Ipiranga circulara pela corretora**, o que comprova que Pedro Caldas e Franklin Delano Lehner tiveram conhecimento da operação uma vez que eram clientes habituais da corretora e não porque Pedro Caldas era Gerente Executivo da BR Distribuidora. (PAS 11, 2010, grifo nosso).

O caso em questão tratou da utilização de informação privilegiada referente à alienação de controle do grupo Ipiranga para as seguintes companhias: Petróleo Brasileiro S/A, Ultrapar Participações S/A e Braskem S/A. Conforme consta do PAS 11, cerca de 700

pessoas, distribuídas em mais de 30 instituições, tiveram conhecimento da operação. Conforme apontado pela CVM, alguns investidores apuraram ganhos ao redor de R\$ 700 mil com operações realizadas no mercado por conta do acesso à informação privilegiada.

Não há dúvidas sobre a dificuldade de controlar a difusão da informação, especialmente quando, por conta da própria característica da transação, há um grande número de pessoas envolvidas. Entretanto, em nenhum momento, foi possível observar uma tentativa de se avaliar os mecanismos e as ferramentas utilizados pelos Conselhos de Administração e pela Diretoria para atender o que dispõe o já citado artigo 8º da ICVM nº 358/02. Adicionalmente, é preocupante a possibilidade de essa situação ser generalizada entre as empresas brasileiras, dado que no referido PAS, seis companhias abertas estavam envolvidas.

É fato que os teóricos da agência observam os Conselhos de Administração como um dos mecanismos de monitoramento mais importantes para que seja evitado o comportamento oportunista da gestão, assim como é fato que, no PAS 11, nenhum gestor obteve ganhos com o uso de informação privilegiada (FAMA; JENSEN, 1983b; EISENHARDT, 1989).

Porém, não há como ignorar o fato de caber ao Conselho de Administração a atribuição de proteger a simetria de informações. E essa tarefa parece ser bem mais complexa do que a atividade de monitoramento, uma vez que contempla várias dimensões. Quais informações devem ser protegidas? A quem deve ser garantida a simetria das informações?

Com a avaliação do PAS 14, foi possível apontar o comportamento inadequado dos membros do Conselho de Administração, os quais tomaram decisão desinformada em operação de aumento de capital na Clarion S/A Agroindustrial, favorecendo o acionista controlador.

O mais provável, porém, é que sua decisão tenha sido interessada ou interesseira; ou seja, **os administradores perseguiram os interesses do acionista controlador em detrimento da companhia.** (PAS 14, 2010, grifo nosso).

Esse PAS adiciona uma questão nova em relação ao que vinha sendo discutido até o momento, pois parece haver um reconhecimento, por parte dos conselheiros, daquele que exerce poder na companhia. Assim, tornou-se evidente que o Conselho de Administração desconsiderou os interesses dos demais acionistas da Clarion S/A Agroindustrial.

O PAS 18, embora não tenha sido instaurado em decorrência de conduta oportunista, expõe a natureza humana que, segundo Simon (1985), é de fundamental importância na definição da agenda de pesquisa dos cientistas sociais. O detentor de 20% das ações ordinárias da Têxtil Renauxview S/A, que também ocupava assento em seu Conselho de Administração,

ao ser questionado pela CVM por não ter divulgado a venda de sua participação acionária em referida companhia, procurou imputar a responsabilidade de fazê-lo ao DRI.

Paulo Renaux argumentou que, à época, **a divulgação dessas informações lhe pareceu ser de responsabilidade do diretor de relações com o mercado**, que de fato tomou conhecimento da operação e verbalmente assumiu o compromisso de divulgá-la. (PAS 18, 2010, grifo nosso).

Tal atitude evidencia a premissa comportamental presente na teoria da agência, ou seja, a despeito dos reflexos ocasionados em terceiros, os indivíduos buscam a maximização de sua utilidade (JENSEN; MECKLING, 1976; ARROW, 1984) que, no caso em referência, estaria representada pela tentativa de escapar da punição.

O PAS 24 demonstra o comportamento oportunista de indivíduo ligado ao bloco de controle da Sadia S/A que, ao tomar conhecimento de transação envolvendo a aquisição do controle acionário da empresa rival Perdigão S/A, realiza a compra de ações desta última em nome de seu pai, perfazendo um ganho de, aproximadamente, R\$ 43 mil.

Flávio Fontana Mincaroni, por sua vez, prestou as seguintes informações à CVM: i) não exerceu e não exerce qualquer cargo, função, ou atribuição na Sadia; ii) “cerca de uma semana ou dez dias antes da divulgação da oferta ao mercado”, **assistiu a uma apresentação feita por um empregado do Banco ABN AMRO Real S.A., por meio da qual tomou conhecimento da Oferta**; em seguida, assinou um termo de confidencialidade. (PAS 24, 2010, grifo nosso).

Se todas suas alegações fossem verdadeiras, estaríamos diante da seguinte situação: i) uma operação importante para a Sadia e que causaria impacto positivo nas ações da Perdigão começa a ser estruturada em abril; ii) **o acusado, embora fizesse parte do bloco de controle da Sadia, só teria sabido disso em 13 de julho**; iii) dias antes, porém, seu pai casualmente começa a adquirir ações da Perdigão e prossegue com compras até o dia 14 de julho, muito embora não tivesse histórico de investimento nessas ações; iv) **logo após a divulgação da oferta, essas ações são vendidas, com lucro**; e v) as ordens de compra e de venda constam como transmitidas pelo acusado, o que seria um equívoco de origem técnica, porque na verdade o acusado nem sequer teria comentado sobre a operação com seu pai. (PAS 24, 2010, grifo nosso).

Se não tivesse sido Flávio Fontana Mincaroni a transmitir a ordem, qual a razão para que os registros da corretora o desmentissem? A resposta do acusado é: **a assinatura do provedor de internet do domicílio de seu pai está em seu nome** [...]. Considero essa explicação bastante implausível, pois não vejo relação entre esses dois eventos. A identificação do cliente que opera por *home broker* se dá por controles próprios das corretoras, operacionalmente independentes dos provedores de acesso à internet. (PAS 24, 2010, grifo nosso).

A partir dos extratos destacados anteriormente, além de se evidenciar que o acusado utilizou informação privilegiada para obter vantagens pessoais, é possível perceber um dos elementos destacados por Williamson (1981b) quando da definição do oportunismo: “o oportunismo efetivamente estende a premissa usual da busca pelo interesse próprio, e essa busca passa a ser realizada com malícia” (WILLIAMSON, 1981b, p. 1.545).

No PAS em questão, a malícia que Williamson (1981b) tornou explícita pode ser identificada quando o acusado argumenta em sua defesa que as ordens de compra foram atribuídas a ele em função de a assinatura do provedor de internet estar associada ao seu nome. Naturalmente, é de se esperar que, uma plataforma de compra e venda de ações pela internet somente estará disponível na medida em que a corretora esteja totalmente confortável com a sua segurança, uma vez que tais operações podem envolver cifras significativas. Desse modo, a justificativa do acusado soa como uma tentativa de confundir o regulador.

Outro aspecto que convém comentar diz respeito à ineficácia do termo de confidencialidade enquanto instrumento de controle da informação, uma vez que o mesmo não foi suficiente para impedir as transações com ações por parte do acusado. Embora uma análise complementar desse aspecto careça de referido termo, é necessário que os Conselhos de Administração reflitam sobre outras possibilidades que venham a proteger as companhias. Uma alternativa poderia contemplar a definição da corretora autorizada a receber ordens de compra e venda das pessoas com acesso à informação privilegiada, sendo responsabilidade da própria companhia informar os CPFs das pessoas que, em determinado período, estariam impedidas de negociar com ações no mercado.

O PAS 30 apresenta uma nova perspectiva do oportunismo. Esse processo tratou da eleição de representante dos acionistas minoritários para o Conselho Fiscal, conforme prevê a legislação. Contudo, em sete AGOs, a família controladora manipulou referida eleição na Têxtil Renaux S/A, impedindo que o representante dos minoritários fosse eleito.

[...] a PFE-CVM opinou pela instauração do inquérito administrativo, observando que, [...], **tratar-se-ia de caso de fraude** ao art. 161, §4º, “a”, da LSA. (PAS 30, 2009, grifo nosso).

Foram eleitos como representantes dos minoritários Marcus Schlosser, como titular, e Adilson Luiz Gamba, como suplente. **Marcus acabara de ser suplente do conselheiro representante dos acionistas controladores. Adilson fora suplente do conselheiro representante dos acionistas controladores nos anos de 1997 e 1998.** (PAS 30, 2009, grifo nosso).

Gilberto Renaux, Paulo Renaux e Íris Renaux Piragibe apresentaram propostas de celebração de Termo de Compromisso, **comprometendo-se a**

não mais interferir, por si ou por seus subordinados, na eleição de membro do Conselho Fiscal, do representante das ações preferenciais e ordinárias, e em caso de dúvida, antes de qualquer decisão, consultar esta autarquia sobre que atitude tomar. (PAS 30, 2009, grifo nosso).

Pode-se depreender do PAS 30 uma dificuldade da família controladora, e das pessoas ligadas a essa, de admitir a participação de um “intruso” no Conselho Fiscal. O termo intruso foi utilizado propositalmente, pois a leitura do documento traz exatamente a sensação de que os controladores assim percebiam os representantes dos acionistas minoritários. No decorrer de anos, o grupo controlador se esforçou para evitar a presença de um representante dos acionistas minoritários exatamente no órgão que tem a responsabilidade de fiscalizar os administradores. Essa postura tem o condão de afastar todo e qualquer investidor da Têxtil Renaux S/A, visto que, conforme argumentam Alchian e Demsetz (1972), o gazeio pode acarretar na perda da credibilidade da organização.

O PAS 42 apresenta uma situação complexa, envolvendo o comportamento oportunista do acionista controlador da companhia aberta M&G Poliéster S/A. Em resumo, aquele decide constituir uma companhia fechada (M&G Polímeros Brasil S/A), com objeto social idêntico ao da M&G Poliéster S/A, sem oferecer tal oportunidade à empresa. Meses depois, é proposta a incorporação da M&G Polímeros Brasil S/A na M&G Poliéster S/A, transação que implicou a significativa diluição dos acionistas não controladores da companhia aberta.

No caso, o acionista controlador decidiu efetuar o investimento, sem a participação da M&G Poliéster, **aproveitando a oportunidade comercial e os benefícios econômicos dela advindos,** constituindo empresa que tinha o mesmo objeto social da M&G Poliéster, porém operava tecnologia pioneira, enquanto a outra ainda apresentava plantas de fins da década de 1970. (PAS 42, 2009, grifo nosso).

Conhecemos muito bem o círculo vicioso gerado por condutas oportunistas de acionistas controladores. Os abusos cometidos diminuem a demanda dos investidores, os preços das ações caem progressivamente, controladores corretos são afastados do mercado pelos preços baixos, a demanda e os preços caem ainda mais, incentivando novos abusos, num movimento de deterioração contínua. (PAS 42, 2009, grifo nosso).

No PAS 42, chama a atenção o fato de a própria CVM ter classificado a conduta do acionista controlador como sendo oportunista, ressaltando os prejuízos potenciais que esta pode trazer para o mercado de capitais, o que vai ao encontro da preocupação que os defensores da teoria dos *stakeholders* possuem em relação ao processo de criação de valor

(FREEMAN; REED, 1983; FREEMAN et al., 2010). Em todo o universo de pesquisa, somente nos PAS 42 e 60 há menção direta à conduta oportunista.

Assim como observado no PAS 18, o PAS 44 também fornece elementos que expõem a natureza humana. Alguns dos indivíduos acusados procuraram imputar a responsabilidade por determinadas irregularidades aos demais com a finalidade de se livrar de possíveis sanções.

Alegou ainda que o presidente do conselho de administração, Friedel Schindler, se comprometera a tomar todas as providências necessárias a sua substituição nos cargos que ocupava [...] na administração da Companhia e que só percebeu que tal compromisso fora descumprido quando recebeu o ofício da CVM referente ao processo agora em julgamento. (PAS 44, 2009, grifo nosso).

Friedel Schindler apresentou defesa tempestivamente em 3 de julho de 2008, **alegando que a convocação da assembleia-geral da Companhia referente ao exercício social de 1999 caberia ao conselho de administração como um todo e não a ele isoladamente.** (PAS 44, 2009, grifo nosso).

O PAS 48 exhibe o comportamento inadequado de suplente do Conselho de Administração da Embraer S/A. O acusado, e posteriormente punido pela CVM, concedeu entrevista em que expôs informações sobre a oferta pública da companhia aberta, ferindo a legislação em vigor.

É de se ressaltar, ainda, que **a manifestação**, intencionalmente ou não, **foi conveniente aos interesses econômicos da Sistel, da qual o acusado era Diretor Financeiro**, enfatizando aspectos favoráveis da operação e nada mencionando quanto a seus possíveis riscos. (PAS 48, 2008, grifo nosso).

Convém mencionar que além de ser suplente do Conselho de Administração da Embraer S/A, o acusado era CFO da Fundação Sistel de Seguridade Social, uma das entidades responsáveis por referida oferta. Dessa maneira, é possível perceber o interesse do acusado em valorizar a transação, e até mesmo criar demanda para a oferta, pois isso significaria melhores preços e, conseqüentemente, retornos maiores para referida Fundação.

Essa conduta expõe uma fragilidade dos Conselhos de Administração, especialmente ao considerar o papel de monitor que teria sido atribuído a esse órgão (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; FAMA; JENSEN; 1983b). O Conselho de Administração seria responsável por observar o comportamento dos gestores, e garantir que os mesmos estivessem imbuídos do espírito de criar valor ao negócio, previsão também contida na teoria dos *stakeholders*

(FREEMAN et al., 2010). Não é isso que foi encontrado no PAS em referência. Aquele que deveria vigiar a gestão é quem comete a irregularidade, situação que corrobora a percepção de Arrow (1984) sobre a distância entre a prática e aquilo que é previsto nos modelos que abordam a relação principal-agente.

No PAS 50, novamente foi observada a tentativa de um acusado escapar da penalidade, imputando a responsabilidade por irregularidade cometida a outrem.

O defendente alega que o controle de capital da Fator sempre teria sido exercido por Walter Bernardes Nory, e que as diretrizes da Direção eram sempre ditadas pelo Diretor-Presidente, **sendo o defendente, na qualidade de Diretor-Administrativo e Financeiro, mero executor dessas diretrizes.** (PAS 50, 2008, grifo nosso).

O PAS 51 também trata da utilização de informação privilegiada. Embora tal postura tenha sido atribuída a diversos acusados, como controladores, conselheiros e diretores do grupo que detinha o controle da Bahema Equipamentos S/A, apenas pessoas externas à empresa foram punidas. A apuração dos fatos ocorreu com a alienação do controle acionário de referida companhia aberta, que teve seu capital fechado mediante Oferta Pública de Ações (OPA).

Todavia, foi possível observar que o conselheiro da empresa que controlava indiretamente a Bahema Equipamentos S/A, o qual exercia a Diretoria em uma sociedade corretora, teria sido suspeito por divulgar a provável transação de alienação de controle acionário a terceiros. Entretanto, como tal suposição não restou comprovada, o conselheiro foi absolvido pela CVM.

Luiz Carlos, **Conselheiro da Bahema e Diretor da Agenda CCVM, teria informado Daniel Birmann da alienação do controle da Companhia.** Daniel Birmann, então, teria adquirido as ações por meio da sociedade Calmaria, contando para isso com a colaboração do sócio gerente desta sociedade, Edivan Pinheiro Viegas. (PAS 51, 2008, grifo nosso).

Sobre Luiz Carlos, **diretores e conselheiros da Bahema e da Bahema Equipamentos levantaram a possibilidade de que,** devido a sua condição de Conselheiro e seu trânsito livre pelas sociedades controladas pela família Affonso Ferreira, **este acusado tenha tido conhecimento da negociação do controle da Bahema Equipamentos antes da divulgação do fato relevante.** (PAS 51, 2008, grifo nosso).

De toda forma, esse PAS permite perceber uma espécie de distorção no que diz respeito ao papel que deve ser cumprido por um membro do Conselho de Administração, visto que esse colegiado tem a missão de proteger e valorizar a organização, otimizar o

retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas (IBGC, 2009). Assim, a disseminação de informação relevante obtida em função do cargo ocupado em nenhum momento poderia ser enquadrada na missão do órgão.

Além disso, é possível notar um conflito de interesse, uma vez que o conselheiro também ocupava um cargo de direção em uma sociedade corretora, cuja remuneração é, principalmente, proveniente da intermediação de negócios com ações. Naturalmente, quanto mais ações são negociadas por uma corretora, maior é o seu faturamento. Dessa maneira, indicar ações com potencial de valorização para clientes é uma forma de fidelizar os mesmos. Portanto, surge aqui uma questão que deve ser observada pelos acionistas com atenção, pois não parece adequado um diretor de corretora atuar como conselheiro de uma companhia aberta, mesmo que indiretamente, como foi o caso.

É necessário apontar ainda que o controle da Bahema Equipamentos S/A era familiar, sendo exercido por meio de três companhias fechadas, o que leva a questionamentos sobre o controle do fluxo de informações, em função do maior número de pessoas envolvidas nas empresas. Em outros termos, parece evidente que uma estrutura societária mais simples tende a propiciar melhor gestão da informação.

O PAS 54 demonstra o oportunismo do PCA da Cachoeira Velonorte S/A, ao publicar aviso aos acionistas, informando que os documentos exigidos pelo artigo 133, da LSA estariam disponíveis, sem que a companhia dispusesse do parecer dos auditores independentes.

A respeito da divulgação de afirmação falsa, admite o fato de que não havia à disposição o parecer dos auditores, mas argumenta-se que isto ocorrera somente pela crítica situação financeira da companhia, sendo de extrema necessidade a convocação de uma assembleia geral ordinária, não havendo possibilidade de convocar este órgão da empresa sem a publicação do referido anúncio. (PAS 54, 2008, grifo nosso).

Conforme mencionado por Williamson (1981a), o emprego de práticas inadequadas para alcançar um determinado objetivo é uma indicação de comportamento oportunista. No PAS 54, o objetivo do PCA era a convocação da AGO, sendo que isso só poderia ser alcançado com a publicação do aviso aos acionistas. Mesmo ciente da falta do parecer dos auditores, o PCA descumpriu a legislação para atingir seu objetivo.

Tal como no PAS 30, o PAS 57 aborda a eleição de representante dos acionistas detentores de ações preferenciais para ocupar assento no Conselho Fiscal. O CEO e, concomitantemente, membro do Conselho de Administração da Springer S/A utilizou sua

participação de 12,7% em ações preferenciais para eleger representante dos acionistas preferencialistas à vaga no Conselho Fiscal na AGO de 29 de abril de 2003, situação que é vedada por lei.

Cerca de um mês antes da AGO de 2004, a CVM exigiu que a Springer S/A conformasse a lista dos conselheiros fiscais ao disposto na LSA. Entretanto, o CEO da empresa, para permanecer elegendo o representante dos acionistas preferencialistas ao Conselho Fiscal, forjou a venda de ações ao seu advogado, conforme poderá ser observado pelos extratos destacados a seguir.

Na AGO de 28/04/04, AFAM Empreendimentos e Negócios Comerciais Ltda. (“AFAM”) e Luis Augusto Egydio Canedo [advogado contratado pelo CEO da Springer S/A] votaram e decidiram a eleição em separado dos acionistas preferencialistas para membro do Conselho Fiscal [...], derrotando o candidato dos minoritários, na qual **o membro eleito, Natal Boni Neto, fora indicado pela AFAM, que tem Walter Sacca [CEO da Springer S/A] como sócio-gerente controlador, sendo que Luis Canedo votou como titular de ações preferenciais adquiridas de Walter Sacca em 26/04/04 [...] e revendidas em 25/10/04 [...] à AFAM.** (PAS 57, 2008, grifo nosso).

Assim, **a simulação praticada por Walter Sacca e Luis Augusto Egydio Canedo pode ser classificada como fraudulenta** porque as partes usaram um recurso, aparentemente lícito, com o intuito claro de situar-se em posição que a lei não os atingisse, especialmente a Walter Sacca, para livrar-se de seus efeitos, no caso, a proibição do voto de administradores numa eleição em separado para o Conselho Fiscal. (PAS 57, 2008, grifo nosso).

[...] considerando a alegada impossibilidade de apresentação dos comprovantes de compra e venda das ações em questão, **concluiu que estaria havendo uma simulação entre Luis Augusto Egydio Canedo e Walter Sacca**, com o único intuito de poder eleger o candidato indicado pelo grupo controlador da SPRINGER, ou, mais especificamente, pela AFAM Empreendimentos e Negócios Comerciais Ltda., cuja relação com Walter Sacca é mencionada acima, devido à impossibilidade deste último participar da eleição em separado para o Conselho Fiscal. (PAS 57, 2008, grifo nosso).

Não há dúvida que o CEO (e MCA) da companhia adotou comportamento oportunista para atingir o seu objetivo, qual seja, evitar a presença de “intruso” no Conselho Fiscal da Springer S/A. Para tanto, convenceu seu advogado a participar de ato ilegal. Convém lembrar que, ao evitar a presença de um “intruso” naquele órgão, referido executivo e conselheiro evitava a fiscalização da sua gestão por terceiros.

É natural assumir que a atitude do CEO (e MCA) da Springer S/A pressupõe uma falta de ética, a qual é totalmente rechaçada pelos defensores da teoria dos *stakeholders*, uma vez que cabe ao executivo gerir os relacionamentos com as partes interessadas, visando à criação

de valor no longo prazo (FREEMAN et al., 2010). Portanto, de acordo com essa perspectiva, é provável que esse julgamento tenha ocasionado impactos negativos nos preços das ações de referida empresa.

O PAS 59 demonstra a sofisticação do CFO da Sadia S/A, o qual também acumulava a Diretoria de Relações com Investidores da empresa, ao estruturar operação de compra de *American Depositary Receipts* (ADR) da rival Perdigão S/A. O acusado conduzia a operação de aquisição de controle acionário da Perdigão S/A que, caso fosse concluída pela Sadia S/A, poderia trazer reflexos positivos para as ações daquela empresa. Em função disso, o CFO adquiriu ADRs da Perdigão S/A, na expectativa de que os mesmos se valorizassem.

No dia 7 de abril de 2006, **o Acusado discutiu com o Banco ABN Amro a possibilidade de a Sadia S.A. efetuar uma oferta pública de aquisição de controle da Perdigão S.A.** No mesmo dia, o Acusado adquiriu 15.300 *American Depositary Receipts* – ADRs de emissão da Perdigão S.A., no valor total de USD 352.907,00. No dia 29 de junho de 2006, o Acusado adquiriu adicionais 30.600 ADRs de emissão da Perdigão S.A., no valor total de USD 586.801,00. (PAS 59, 2008, grifo nosso).

Depois de publicamente divulgada a informação acerca da retirada da oferta de aquisição de ações por parte da Sadia S.A., porém ainda no dia 21 de julho de 2006, **o Acusado vendeu 15.300 ADRs de emissão da Perdigão S.A.**, a um valor total de USD 351.976,00. (PAS 59, 2008, grifo nosso).

Primeiramente, o acusado não comprou ações no mercado brasileiro. Além disso, utilizou empresa de investimentos no exterior, controlada por ele, para realizar as negociações com os ADRs da Perdigão S/A. Por fim, não negociou valores mobiliários de emissão da empresa em que atuava como administrador. Todas essas características foram utilizadas pelo acusado como argumentos de defesa, o que indica a possibilidade de o mesmo ter pensado previamente sobre a operação. Os extratos destacados a seguir demonstram alguns argumentos utilizados pelo acusado em sua defesa.

O art. 155, §1º, da Lei das Sociedades por Ações não se aplica ao caso, pois **o Acusado não transacionou com valores mobiliários da Sadia S.A. e sim da Perdigão S.A., empresa da qual não era administrador.** (PAS 59, 2008, grifo nosso).

O §6º do art. 9º da Lei nº 6.385/76 **só autoriza a CVM a punir condutas que causem danos a pessoas residentes no território nacional, o que não ocorreu** ou não foi comprovado no caso concreto. (PAS 59, 2008, grifo nosso).

Esse conjunto de dados permite as seguintes inferências. O acusado em questão parecia não acreditar que a CVM pudesse identificar as operações realizadas por ele na *New York Stock Exchange* (NYSE), nem que a autarquia pudesse puni-lo por não ter atuado no mercado de capitais brasileiro. Algo que também chama a atenção é o fato de o acusado não alegar, em nenhum momento, desconhecer a legislação. Muito pelo contrário, ele procura fazer uso da legislação para tentar se livrar da penalidade.

Outro aspecto que deve ser ressaltado é a ausência de preocupação do CFO com os acionistas da Sadia S/A. Isso porque, ao comprar ADRs da Perdigão S/A, principal rival da empresa em que atuava como executivo, o acusado passa uma mensagem de confiança naquela companhia, algo que poderia prejudicar o desempenho das ações da Sadia S/A no mercado acionário, se a informação fosse de conhecimento público.

No PAS 60, um MCA da Sadia S/A foi punido pela CVM em função de conduta semelhante à adotada pelo CFO da empresa, quando da oferta de aquisição do controle acionário da Perdigão S/A. Diferentemente do PAS 59, o comportamento oportunista do conselheiro está explícito, uma vez que o mesmo ignora orientação de advogado relativa à proibição de negociar ações da Sadia S/A ou da Perdigão S/A.

O Sr. Romano Ancelmo Fontana Filho foi informado da realização desses estudos em 14/04/06 [...], tendo o mesmo declarado ter participado de uma reunião em junho de 2006 [...] e de outra reunião com a participação do Sr. Murat, de funcionários do REAL e advogados do escritório de advocacia Tozzini, Freire, Teixeira e Silva, **ocasião em que o advogado Mauro Guizeline teria orientado os participantes a não negociarem ações de emissão da Sadia e da Perdigão em face dos trabalhos envolvendo a oferta pública [...].** (PAS 60, 2008, grifo nosso).

[...] a gravidade da conduta do acusado aflora tanto pelo mesmo ser membro do Conselho de Administração da Sadia quanto signatário do acordo de acionista da companhia, bem como pelo **oportunismo na venda cuja ordem foi transmitida antes do cancelamento da oferta pela Sadia.** (PAS 60, 2008, grifo nosso).

As informações relativas à oferta de compra da Perdigão pertenciam à Sadia e, em consequência, **o administrador com acesso a essas informações não poderia utilizá-las em benefício próprio,** [...], diminuindo a confiança dos investidores em seus administradores e no mercado em geral, [...]. (PAS 60, 2008, grifo nosso).

O uso de informação privilegiada também foi objeto do PAS 68. Controlador e CEO, Vice Presidente, DRI e pessoas ligadas a esses adquiriram ações da Randon S/A e da Fras-le S/A, empresas controladas indiretamente pela família Randon, durante período que antecedeu

a publicação de fato relevante, anunciando associação entre a Randon S/A e o grupo norte-americano ArvinMeritor Inc. na área de eixos e suspensões.

Os acusados apresentaram, então, novas declarações [...], confirmando que sabiam da negociação em curso, mas não sabiam se ela seria bem sucedida [...]. Assim, entendo que **está provado o conhecimento da informação privilegiada pelos acusados**. (PAS 68, 2007, grifo nosso).

A controladora não negou, em sua defesa, o conhecimento das negociações com o Grupo ArvinMeritor [...]. Sendo assim, e considerando ainda que se tratou da primeira aquisição em três anos, em datas bem próximas da divulgação do fato relevante, me **parece clara a violação à norma legal e à norma regulamentar** [...]. (PAS 68, 2007, grifo nosso).

Parece incontestável a presença do comportamento oportunista do acionista controlador, o qual também ocupava a Presidência das companhias. Além disso, algumas pessoas ligadas a esse, não necessariamente envolvidas na gestão das empresas, bem como executivos, também compraram ações da Randon S/A e da Fras-le S/A, de posse de informações privilegiadas, em posição de vantagem em relação a acionistas não controladores e investidores, distantes do dia a dia das empresas. Cabe notar que os acusados não negaram conhecer as informações referentes à parceria que estava sendo desenhada, porém tentaram escapar das punições argumentando que mantinham as ações adquiridas e, portanto, não teriam auferido ganhos provenientes das transações.

Um caso mais complexo relativo a oportunismo pode ser observado no PAS 69. Em resumo, a PCA, uma conselheira, que acumulava a Diretoria de Relações com Investidores, e o CFO da Newtel Participações S/A foram punidos pela CVM por utilizarem a empresa para atender aos interesses do grupo controlador. Basicamente, a companhia teria arcado com honorários advocatícios para se defender de ações judiciais instauradas por seus acionistas não controladores, em função da disputa envolvendo o controle das operadoras de telefonia Telemig Celular S/A e Amazônia Celular S/A. Dessa maneira, os acionistas não controladores eram responsáveis por pagar advogados contratados para atuar nas ações instauradas pelos mesmos, sem que tivessem deliberado a respeito de referida matéria em assembleias.

A NEWTEL efetivamente efetuou despesas jurídicas que não eram somente de sua responsabilidade, mas de responsabilidade também de suas controladoras OPPORTUNITY MEM e FUTURETEL [...], despesas essas que alcançaram os valores de R\$ 9,9 milhões em 2001, e R\$ 4,8 milhões em 2002. (PAS 69, 2007, grifo nosso).

Mais do que utilizar a Newtel Participações S/A para centralizar os dispêndios referentes às ações judiciais interpostas por seus acionistas não controladores, sua controladora teria emprestado os recursos necessários, cobrando uma remuneração mensal equivalente a IGP-M + 0,5%.

[...] as “demonstrações financeiras da Newtel atendiam ao princípio da transparência e os Relatórios de Administração informavam o aumento de despesas em função da batalha judicial pelo controle das empresas celulares [...], bem como que **tais despesas foram incorridas pela Newtel e pagas com recursos oriundos dos mútuos celebrados com a Defendente** [Opportunity Mem S/A, controladora da Newtel]”. (PAS 69, 2007, grifo nosso).

Um aspecto que merece destaque refere-se à defesa apresentada por conselheiros da Newtel Participações S/A, especialmente pelo fato de que as despesas jurídicas corresponderam a 95% das despesas administrativas da empresa no exercício de 2001, conforme consta do PAS 69.

Não é admissível a responsabilização dos membros do Conselho de Administração, pois estes só devem responder pelos negócios sobre os quais tenham deliberado ou sobre atos da administração que tiverem sido levados ao seu conhecimento. **Não se poderia exigir dos conselheiros que examinassem a regularidade de toda e qualquer despesa incorrida pela Companhia.** (PAS 69, 2007, grifo nosso).

Sendo o conselho de administração um órgão de deliberação colegiada, o exercício de suas atribuições se dá por meio de discussões e decisões, acerca dos temas de sua competência, nas reuniões que realiza. **E a responsabilidade de cada membro somente se identifica nos atos sobre os quais é chamado a se manifestar, tendo em vista o caráter colegiado desse órgão.** Neste caso, como visto, não há em nenhuma ata das reuniões do conselho realizadas naquele período decisões aprovando ou rejeitando, seja a “centralização” seja a assinatura do Termo de Rateio. (PAS 69, 2007, grifo nosso).

Cabe salientar a percepção do órgão regulador no que se refere à responsabilização do Conselho de Administração, pois esta vai de encontro ao que a teoria da agência estabelece em relação ao papel de monitor daquele colegiado. Se a CVM entende que a responsabilidade de cada conselheiro está relacionada apenas aos atos sobre os quais é chamado a se manifestar, não havendo chamado, não há manifestação. Isso implica a ausência do papel de monitor, pois não há como esperar que o Conselho de Administração seja “chamado” para monitorar os gestores, diante da prerrogativa que esse órgão tem para contratá-los ou demiti-los. Essa atividade é inerente ao cargo de conselheiro, possivelmente a mais consolidada na

literatura que estuda esse órgão colegiado. Segundo Guerra (2009), ao levantar os rótulos dos papéis do Conselho de Administração, a autora identificou que oito, em nove pesquisas, relacionam o de monitoramento e controle.

Ao Conselho de Administração cabe aprovar as contas da Diretoria antes de as mesmas serem levadas à apreciação da AGO, as quais contemplam as demonstrações contábeis. Naturalmente, no exercício anterior, isto é, em 2000, as despesas administrativas seriam inferiores às apresentadas em 2001, pelo menos no montante das despesas jurídicas. O que se pretende ressaltar é a ausência de questionamentos do colegiado em função do expressivo aumento das despesas jurídicas, pois caso essas não tivessem sido contratadas no exercício de 2001, as despesas administrativas da Newtel Participações S/A totalizariam algo em torno de R\$ 600 mil.

Futuretel S/A, Opportunity Mem S/A, Arthur de Carvalho e Verônica Dantas são acusados de cometimento de abuso de poder de controle [...], por (i) fazerem a Newtel arcar com todas as despesas relativas à prestação de serviços advocatícios às companhias que compunham a estrutura de controle da qual faziam parte, através de empréstimos tomados da própria controladora (a Opportunity Mem), **orientando assim os recursos da Companhia para fim estranho ao seu objeto social, em prejuízo dos acionistas minoritários nos resultados [...]**. (PAS 69, 2007, grifo nosso).

Na verdade, o problema no caso das notas desse escritório é exatamente o detalhe da descrição dos serviços, pois uma das notas [...] foi endereçada ao CVC/Opportunity Asset Management Ltda., e incluía serviços relativos à “DeMarco litigation in Cayman Islands”. Isto é: **tudo leva a crer que ao menos parte dessa nota se referia a serviços estranhos aos interesses das sociedades que firmaram o termo de rateio** (Newtel, Opportunity Mem e Futuretel), **utilizando-se recursos da Newtel para quitar obrigações do Grupo Opportunity, o que constitui indício de falha gravíssima de conduta dos administradores da Newtel**. Essa cópia da fatura foi obtida pela CVM junto ao auditor da Newtel, BKR Lopes [...]. Mas chama a atenção o fato de que outra versão do mesmo documento tenha sido entregue pela Newtel [...], em abril de 2003, com a retirada da referência a “DeMarco litigation in Cayman Islands” (que está inclusive rabiscada na outra versão), e a mudança do destinatário para Newtel. (PAS 69, 2007, grifo nosso).

Ainda no que se refere ao PAS 69, pelo levantamento da CVM, percebe-se a divulgação distorcida de informações com o intuito de confundir ou ofuscar os outros. Conforme aponta Williamson (1981a), essa conduta pode ser classificada como oportunista.

No caso do PAS 70, trata-se da eleição de representante dos acionistas preferencialistas ao Conselho Fiscal da Mendes Junior Engenharia S/A. A CVM entendeu que a Mendesprev deveria se abster de votar em referida matéria, em função dos seus vínculos com o grupo controlador.

[...] a Mendesprev tem sua vontade política determinada por administradores máximos que, em sua maioria (dois terços), são indicados pela patrocinadora, inexistindo qualquer mecanismo que afaste o poder de decisão de tal maioria na deliberação sobre o escolhido como conselheiro fiscal. (PAS 70, 2007, grifo nosso).

Dessa maneira, a Mendesprev seria um veículo do acionista controlador para impedir os acionistas não controladores de eleger conselheiro fiscal, conforme previsto pela legislação. Essa conduta visa ao interesse próprio e para ser classificada como oportunista basta associá-la à atuação dos conselheiros de administração da Mendes Junior Engenharia S/A, uma vez que os mesmos postergaram a convocação da AGO, na qual se daria a votação dos conselheiros fiscais, motivados pela recomendação da CVM de a Mendesprev se abster de tal votação, a despeito desse fato não restar comprovado no inquérito.

O PAS 72 endereça a conduta inadequada dos acionistas controladores e conselheiros de administração da TCO. Tendo financiado suas controladoras indiretas, concentrando um volume significativo de seu caixa nessas operações, a TCO serviu aos interesses do grupo controlador, que enfrentava dificuldades financeiras à época.

Neste caso, a TCO e suas controladas foram submetidas a um risco desmedido, já que as garantias eram insuficientes, e **as deliberações de seus conselhos de administração acerca da assunção desse risco requeriam a declaração de impedimento**, prevista no art. 156 da Lei 6.404/76, por parte dos conselheiros que também eram acionistas da Splice/Fixcel. (PAS 72, 2007, grifo nosso).

A aprovação das referidas aquisições dependia de deliberação dos acionistas, segundo o art. 12 do estatuto social da TCO, **e não do conselho de administração conforme ocorreu**, com base no art. 17, inciso XIV, do mesmo estatuto. (PAS 72, 2007, grifo nosso).

Ficou também demonstrado o dano causado aos demais acionistas da TCO, pois grande parte dos recursos disponíveis da Companhia foi consistentemente revertida para a aquisição de títulos emitidos pelo controlador indireto, quando poderia ter sido distribuída na forma de dividendos [...]. (PAS 72, 2007, grifo nosso).

A questão envolvida no PAS 72 está atrelada ao fato de tais empréstimos não terem sido submetidos à votação dos acionistas não controladores, sendo aprovados apenas pelo Conselho de Administração. Em resumo, é possível observar a busca do interesse próprio dos acionistas controladores, os quais ocupando assentos no Conselho de Administração, não se declararam impedidos de votar nas deliberações que aprovaram as aquisições dos títulos das controladoras, na presença clara de conflito de interesse.

No que se refere ao PAS 75, a busca do interesse próprio, ou seja, o “instinto de preservação” é evidente. Acionista controlador, conselheiros e DRI da Bompreço S/A procuram imputar a responsabilidade uns aos outros, a fim de se livrar das sanções da CVM. É o que demonstra os seguintes extratos, sendo que nos dois primeiros o DRI tenta se eximir da responsabilidade que a legislação lhe atribui.

“[...] todas as informações e sugestões foram sistematicamente transmitidas para a Royal Ahold [controlador indireto da Bompreço S/A], não tendo a sugestão dos consultores constituído exceção a essa regra...” [...] “...a sugestão foi encaminhada na íntegra para o Acionista Controlador [...], a qual foi acolhida parcialmente...” e [...] **“todas as decisões sobre este assunto eram emanadas do Acionista Controlador**, nas pessoas principais dos Srs. Allan Noddle e Michiel Meurs, por serem membros do Conselho de Administração da Bompreço e da Royal Ahold...” [...]; não foi divulgado Fato Relevante [...], porque **“... no entender do Acionista Controlador, os estudos não mereciam a divulgação de Fato Relevante”**. (PAS 75, 2007, grifo nosso).

A redação final da resposta encaminhada à BOVESPA foi feita com base nesse posicionamento expressado pelo CSFB, **sem nenhuma participação do Defendente**. (PAS 75, 2007, grifo nosso).

Toda e qualquer decisão tomada nessa ocasião, inclusive acerca da resposta que deveria ser enviada à BOVESPA, **é fruto da deliberação de Marcelo José Ferreira e Silva**, que atuou com base no aconselhamento dos consultores legais e regulatórios envolvidos na operação. (PAS 75, 2007, grifo nosso).

Apesar de o estatuto social da Bompreço não estabelecer funções específicas atribuídas a cada um dos membros da administração, **a suposta irregularidade registrada por essa CVM tem caráter financeiro, sendo por isso de responsabilidade do Diretor Financeiro da Companhia**, cargo à época ocupado por Marcelo José Ferreira e Silva. (PAS 75, 2007, grifo nosso).

Eventual medida a ser tomada em caso de oscilação atípica no preço das ações ocorrida no dia-a-dia cabia ao Diretor de Relações com Investidores, não se tratando de atribuição do Conselho de Administração. (PAS 75, 2007, grifo nosso).

Os três últimos extratos correspondem às declarações dos conselheiros da Bompreço S/A, as quais contêm argumentos similares aos apresentados pela controladora indireta da companhia, acusados pela CVM de induzir o DRI a praticar a irregularidade.

Em relação ao oportunismo, alguns aspectos devem ser comentados quanto ao PAS 77. Sob a perspectiva do acionista controlador, as taxas de juros praticadas na transação foram inferiores ao que geralmente era captado no mercado internacional. Considerando a relevância da operação para a CAEMI, uma vez que a empresa estava concentrando 81% dos recursos

investidos em um único devedor, a não divulgação ao mercado pode ter duas causas: a primeira corresponde ao que a defesa salientou, ou seja, os empréstimos estavam de acordo com a política financeira da companhia, que era de conhecimento público, e, portanto, nada havia para ser divulgado. A segunda estaria relacionada à preocupação quanto aos reflexos de tal divulgação, em função de a transação envolver seu acionista controlador.

Entretanto, o mais inquietante refere-se à conduta da empresa quando do segundo empréstimo, pois a CAEMI já conhecia a reação do mercado ao primeiro. A impressão é de que o segundo empréstimo foi realizado por um curto período, exatamente entre as divulgações das demonstrações contábeis, para que a informação não fosse conhecida pelo mercado.

Em outros termos, o mercado tomou conhecimento do primeiro empréstimo por conta de uma nota explicativa às demonstrações contábeis do terceiro trimestre de 2005, obrigatória sob a perspectiva das regras e princípios contábeis. Por sua vez, o segundo empréstimo foi liquidado pela Companhia Vale do Rio Doce, controladora da CAEMI, em 21 de dezembro de 2005, antes do fechamento do exercício fiscal, evitando, assim, que o mesmo constasse das referidas demonstrações contábeis. Há que se mencionar o fato de que a data de vencimento do segundo empréstimo era o dia 27 de março de 2006. Portanto, existem evidências de que a Companhia Vale do Rio Doce procurou evitar uma nova exposição ao mercado, provavelmente com receio dos impactos de uma segunda divulgação, situação que também poderia ser enquadrada em uma conduta oportunista, conforme Williamson (1981a).

O Segundo Empréstimo não foi divulgado ao mercado. A notícia sobre a sua existência surgiu apenas na Quarta Carta da Caemi após questionamento específico feito pela CVM. (PAS 77, 2007, grifo nosso).

Ainda sobre a divulgação do Segundo Empréstimo, **o diretor de finanças e de relações com investidores da CVRD e presidente do conselho de administração da Caemi**, Fábio de Oliveira Barbosa, já havia negado a existência de outro mútuo da Caemi para a CVRD, por duas vezes: (i) em 19/01/06, em resposta à CVM: “ademais, **o referido empréstimo, além de ser uma operação singular**, não visa alterar ou impactar a atividade principal exercida pela Caemi [...]”; e (ii) em 04/02/06, em resposta à CVM: “**cabe registrar que foi realizada apenas esta vez um empréstimo**, trazendo benefícios para o mutuante e para os seus acionistas, como mencionado acima, e também para a mutuaría e seus acionistas”. (PAS 77, 2007, grifo nosso).

Em relação ao total de PAS que contemplava o universo de pesquisa, aqueles que foram associados à categoria oportunismo somaram 23. Durante a leitura do material, optou-se por destrinchar a categoria, de modo que fosse possível refletir algumas distinções. Dessa

maneira, foram detectadas seis subcategorias: informação privilegiada, imputação de responsabilidade, manipulação em eleição no Conselho Fiscal, interesse próprio, abuso de poder e informação falsa. A Figura 15 traz um mapa de árvore com as subcategorias, excluindo a informação falsa, que teve apenas um PAS associado.



Figura 15: Mapa de árvore das subcategorias em oportunismo

A utilização de informação privilegiada prevalece no mapa apresentado na Figura 15. Ao todo, oito PAS foram associados à mesma. A imputação de responsabilidade e o abuso de poder aparecem na segunda posição e de forma equilibrada, cada uma composta por quatro PAS. O equilíbrio também foi mantido para a manipulação na eleição de conselheiros fiscais e interesse próprio, que tiveram três PAS associados.

Começando pela utilização de informação privilegiada, as falhas dos Conselhos de Administração são claras. Contudo, em todos os PAS que compreendem esse universo, apenas o PAS 51 e o PAS 60 envolveram conselheiros. No caso do PAS 51, não foi o conselheiro suspeito quem obteve diretamente o benefício proveniente da informação privilegiada, mas sim seus clientes na sociedade corretora em que atuava como Diretor. Apesar disso, pode-se concluir que as compras de ações promovidas pela parte beneficiada junto à corretora em que atuava o conselheiro suspeito trouxeram benefícios ao mesmo.

Quanto ao PAS 60, diante da posse de informações sigilosas, um conselheiro comprou ações na expectativa de auferir ganhos com a sua valorização. Mais do que administrador, referido MCA fazia parte da família que controlava a companhia em referência, trazendo à

superfície a discussão abordada por Jensen e Meckling (1976) relativa à menor participação acionária do proprietário-administrador. Além de se dedicar menos à organização, esse proprietário pode se apropriar de privilégios, a exemplo do acesso a informações sigilosas. Assim, esse PAS apresenta aquele que pode ser visto como o pior cenário em relação ao papel de guardião que é atribuído ao Conselho de Administração pelos teóricos da agência, ou seja, em vez de zelar pela simetria de informações ou monitorar a gestão, o conselheiro utiliza informação privilegiada, obtida em razão do seu cargo, em posição de vantagem na comparação com os demais participantes do mercado, resultando em prejuízos à organização, seja em termos financeiros ou de imagem (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983b; ARROW, 1984; EISENHARDT, 1989).

Essas ocorrências, por mais que não tenham predominado, expõem algumas questões que estão relacionadas. Segundo Fama e Jensen (1983b), a independência dos Conselhos de Administração é essencial para garantir o monitoramento da gestão. Entretanto, a despeito de o conselheiro envolvido no PAS 51 estar enquadrado na definição de independente de acordo com o IBGC (2009), isso não foi suficiente para que o mesmo atuasse em prol da organização. Como observado em diversas pesquisas, a independência dos Conselhos de Administração vem sendo amplamente discutida, especialmente pelo fato de apresentarem resultados mistos (O'HIGGINS, 2002; COTTER; SILVESTER, 2003; NOWAK; MCCABE, 2003; ROBERTS; MC'NULTY; STILES, 2005; RUIGROK; PECK; KELLER, 2006; RUTHERFORD; BUCHHOLTZ, 2007; DONNELLY; MULCAHY, 2008; JACKLING; JOHL, 2009; SETIA-ATMAJA, 2009).

Mesmo não tendo sido os responsáveis pelas irregularidades relacionadas à utilização de informação privilegiada, os conselheiros foram ineficazes em evitar que acionistas controladores, CEOs, DRIs, prestadores de serviços, funcionários, ex-administradores e investidores o fizessem. Isso evidencia uma fragilidade do órgão colegiado, deixando a seguinte questão em aberto: que melhorias podem ser implantadas a fim de que exista um controle sobre o fluxo de informações? Como levantado acima, percebe-se que vários perfis fizeram uso de informações privilegiadas, geralmente buscando ganhos extraordinários no mercado bursátil. Essa diversidade torna o problema mais complexo, pois pode implicar a existência de inúmeros ralos por onde as informações vazam.

Portanto, enfrentar essa questão parece essencial, pois o órgão regulador já desenvolveu um método que possibilita identificar aqueles que se beneficiam das informações privilegiadas. Assim, a tendência é que a CVM seja cada vez mais ágil nos processos que envolvem informações privilegiadas e, conseqüentemente, o risco de haver reflexos negativos

à reputação corporativa aumenta de forma expressiva. Até o presente momento, a CVM não vem acionando o dispositivo legal (artigo 8º da ICVM nº 358/02) que exige a solidariedade dos conselheiros, na hipótese de irregularidades envolvendo a divulgação de informações sigilosas. Porém, nada impede que isso venha a ocorrer no futuro.

Os PAS 01, 07, 11, 24, 59 e 68 deixam um verdadeiro vazio quanto aos mecanismos e ferramentas utilizados pelos Conselhos de Administração para impedir a disseminação de informações sigilosas.

Quanto aos PAS classificados em abuso de poder (42, 69, 72 e 77), foi possível detectar situações de conflito entre acionistas controladores e não controladores. Esse embate é apontado por alguns pesquisadores como o conflito de agência existente no Brasil, em que predominam as organizações cuja propriedade está concentrada nas famílias ou em grandes grupos econômicos (BRANDÃO, 2004; SILVEIRA, 2005; KITAGAWA; RIBEIRO, 2012). Ainda que os conselheiros de administração não tenham sido punidos em todos os PAS classificados em abuso de poder, foi impossível não observar certa obediência do órgão aos acionistas controladores, sendo que em alguns casos os papéis de conselheiro e controlador se confundiam. Mais uma vez, deparou-se com a ausência de independência do colegiado, revelando sua impotência em defender os interesses da empresa. Essas observações são consistentes com os resultados obtidos por Fan e Wong (2005), os quais perceberam que, quando a participação acionária é concentrada, de forma que o controlador exerce o domínio na empresa, este pode privar os acionistas não controladores dos seus direitos.

Ora, se os controladores entendiam que suas decisões eram adequadas, conforme apurado nas defesas apresentadas durante os inquéritos instaurados pela CVM, não há motivo para que as mesmas não tivessem sido submetidas à apreciação dos demais acionistas. Entretanto, não foi bem isso o que se notou, uma vez que três dos quatro PAS em análise foram instaurados em decorrência de denúncias de acionistas não controladores, investidores ou conselheiros fiscais representando o interesse dos minoritários. Além de demonstrar a insatisfação dos acionistas não controladores com as decisões impostas pelos controladores, essas denúncias evidenciam o maior ativismo das partes que se viram prejudicadas.

Algo que chamou a atenção diz respeito ao excessivo volume de recursos mantidos em caixa por determinadas empresas, pois esses tendem a ser utilizados por controladores, seja por se acharem em dificuldades financeiras ou, até mesmo, para reduzir as taxas de juros cobradas por instituições financeiras quando da captação de empréstimos. Ao detectar essa situação, a seguinte questão é quase imediata: porque o caixa não foi distribuído sob a forma de dividendos? Naturalmente, a resposta é um tanto simples quando se buscam informações

relacionadas à participação dos acionistas controladores. Como no Brasil existem duas classes de ações – ordinárias e preferenciais, sendo que a primeira garante o controle e a segunda pressupõe a preferência na distribuição de dividendos, há a possibilidade de um acionista controlar uma empresa com cerca de 20% do capital total. Como alertavam Jensen e Meckling (1976), na distribuição de dividendos equivalente aos recursos disponíveis em caixa, o controlador receberia apenas o correspondente à sua participação. Dessa maneira, os Conselhos de Administração podem envidar esforços para estabelecer uma política de distribuição de dividendos que traga maior conforto para os acionistas não controladores.

A subcategoria imputação de responsabilidade contempla os PAS 18, 44, 50 e 75. A tentativa de imputar a responsabilidade a terceiros foi exercida por conselheiros somente nos PAS 18 e 75. Entretanto, em ambos os casos, os conselheiros se misturavam aos acionistas controladores. Algo que é comum a todos os PAS associados a essa subcategoria refere-se ao motivo de acusação, que contempla a não divulgação de informações. Na medida em que os acusados percebiam a falta de argumentos para combater as acusações, eles procuravam confundir o órgão regulador, atribuindo a responsabilidade pelas irregularidades a terceiros, visando, com isso, escapar das punições. Nesse caso, observa-se a natureza humana, conforme explicitada por Williamson (1981b): nem todos os agentes são confiáveis em suas ações.

Entretanto, é necessário trazer uma reflexão sobre essa questão, pois a “confiança é tratada, algumas vezes, como o antônimo de oportunismo e suporta uma opinião mais favorável sobre a natureza humana” (WILLIAMSON, 1993, p. 98). No PAS 44, por exemplo, o DRI alegou que o PCA teria se comprometido a tomar as providências necessárias a sua substituição no cargo. Com base nisso, e partindo do princípio de que suas alegações são verdadeiras, é possível perceber que em determinado momento da relação, o DRI depositava total confiança no PCA, pois optou por deixar sob a sua responsabilidade a condução do trâmite burocrático inerente à substituição de um diretor estatutário. Entretanto, as conclusões de Williamson (1981a) sobre a impossibilidade de se distinguir os atores oportunistas dos não oportunistas ficam patentes nessa situação. Além disso, é possível conjecturar também que um ator não oportunista pode vir a adotar um comportamento oportunista diante de situação adversa. Isso quer dizer que todos somos, em alguma instância, oportunistas. Adotar ou não essa conduta seria simplesmente uma questão de autopreservação.

Na subcategoria interesse próprio, foram contemplados os PAS 02, 14 e 48. Em todos eles, conselheiros de administração estiveram envolvidos, sendo que nos dois primeiros foi possível observar que os mesmos seguiram as determinações dos acionistas controladores. Em

outros termos, não foram eles os beneficiados por sua atuação inadequada, mas sim os controladores.

Grande parte das situações destacadas anteriormente traz o acionista controlador tomando decisões em seu benefício, em detrimento dos demais acionistas. Dessa maneira, os conflitos mais presentes, no âmbito dos PAS analisados, envolvem acionistas controladores e não controladores. E, predominantemente, os Conselhos de Administração atuam na defesa dos primeiros, desconsiderando as disposições contidas na legislação pertinente.

O Quadro 8 apresenta as codificações promovidas.

Quadro 8: PAS codificados por subcategoria

PAS	MONITORAMENTO				ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES				NEGLIGÊNCIA DOS STAKEHOLDERS			DESTRUIÇÃO DE VALOR			OPORTUNISMO					
	Controle interno	Ressalva de auditoria	Sistema contábil	Sistema de risco	Fato relevante	Limite de 5%	Informações periódicas	Período de silêncio	Denúncia de acionista	Denúncia de MCF	Denúncia de investidor	Suspensão de registro	Perdas financeiras	Prazo de vedação	Informação privilegiada	Abuso de poder	Imputação de responsabilidade	Interesse próprio	Informação falsa	Manipulação no CF
01															<input checked="" type="checkbox"/>					
02													<input checked="" type="checkbox"/>					<input checked="" type="checkbox"/>		
03						<input checked="" type="checkbox"/>														
04					<input checked="" type="checkbox"/>					<input checked="" type="checkbox"/>										
05	<input checked="" type="checkbox"/>				<input checked="" type="checkbox"/>															
06					<input checked="" type="checkbox"/>															
07															<input checked="" type="checkbox"/>					
08	<input checked="" type="checkbox"/>			<input checked="" type="checkbox"/>									<input checked="" type="checkbox"/>							
09					<input checked="" type="checkbox"/>															
10					<input checked="" type="checkbox"/>															
11															<input checked="" type="checkbox"/>					
12							<input checked="" type="checkbox"/>													
13												<input checked="" type="checkbox"/>								
14									<input checked="" type="checkbox"/>									<input checked="" type="checkbox"/>		
15							<input checked="" type="checkbox"/>													
16												<input checked="" type="checkbox"/>								
17												<input checked="" type="checkbox"/>								
18						<input checked="" type="checkbox"/>										<input checked="" type="checkbox"/>				
19					<input checked="" type="checkbox"/>															
20												<input checked="" type="checkbox"/>								
21						<input checked="" type="checkbox"/>														
22					<input checked="" type="checkbox"/>															
23												<input checked="" type="checkbox"/>								
24														<input checked="" type="checkbox"/>						
25												<input checked="" type="checkbox"/>								
26							<input checked="" type="checkbox"/>													
27														<input checked="" type="checkbox"/>						
28	<input checked="" type="checkbox"/>																			
29												<input checked="" type="checkbox"/>								
30								<input checked="" type="checkbox"/>												<input checked="" type="checkbox"/>
31												<input checked="" type="checkbox"/>								
32												<input checked="" type="checkbox"/>								

continua

continuação

PAS	MONITORAMENTO				ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES				NEGLIGÊNCIA DOS STAKEHOLDERS			DESTRUIÇÃO DE VALOR			OPORTUNISMO					
	Controle interno	Ressalva de auditoria	Sistema contábil	Sistema de risco	Fato relevante	Limite de 5%	Informações periódicas	Período de silêncio	Denúncia de acionista	Denúncia de MCF	Denúncia de investidor	Suspensão de registro	Perdas financeiras	Prazo de vedação	Informação privilegiada	Abuso de poder	Imputação de responsabilidade	Interesse próprio	Informação falsa	Manipulação no CF
33												<input checked="" type="checkbox"/>								
34						<input checked="" type="checkbox"/>														
35					<input checked="" type="checkbox"/>															
36						<input checked="" type="checkbox"/>														
37		<input checked="" type="checkbox"/>																		
38		<input checked="" type="checkbox"/>							<input checked="" type="checkbox"/>											
39					<input checked="" type="checkbox"/>															
40												<input checked="" type="checkbox"/>								
41												<input checked="" type="checkbox"/>								
42									<input checked="" type="checkbox"/>							<input checked="" type="checkbox"/>				
43												<input checked="" type="checkbox"/>								
44												<input checked="" type="checkbox"/>					<input checked="" type="checkbox"/>			
45					<input checked="" type="checkbox"/>															
46					<input checked="" type="checkbox"/>															
47												<input checked="" type="checkbox"/>								
48								<input checked="" type="checkbox"/>										<input checked="" type="checkbox"/>		
49												<input checked="" type="checkbox"/>								
50												<input checked="" type="checkbox"/>					<input checked="" type="checkbox"/>			
51															<input checked="" type="checkbox"/>					
52														<input checked="" type="checkbox"/>						
53		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>																	
54			<input checked="" type="checkbox"/>																	<input checked="" type="checkbox"/>
55												<input checked="" type="checkbox"/>								
56												<input checked="" type="checkbox"/>								
57									<input checked="" type="checkbox"/>											<input checked="" type="checkbox"/>
58												<input checked="" type="checkbox"/>								
59															<input checked="" type="checkbox"/>					
60															<input checked="" type="checkbox"/>					
61						<input checked="" type="checkbox"/>														
62					<input checked="" type="checkbox"/>															
63						<input checked="" type="checkbox"/>						<input checked="" type="checkbox"/>								
64					<input checked="" type="checkbox"/>															
65						<input checked="" type="checkbox"/>						<input checked="" type="checkbox"/>								
66					<input checked="" type="checkbox"/>															
67					<input checked="" type="checkbox"/>															
68													<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>					
69										<input checked="" type="checkbox"/>						<input checked="" type="checkbox"/>				
70																				<input checked="" type="checkbox"/>
71												<input checked="" type="checkbox"/>								
72									<input checked="" type="checkbox"/>							<input checked="" type="checkbox"/>				
73							<input checked="" type="checkbox"/>													
74												<input checked="" type="checkbox"/>								
75					<input checked="" type="checkbox"/>												<input checked="" type="checkbox"/>			
76					<input checked="" type="checkbox"/>															
77					<input checked="" type="checkbox"/>											<input checked="" type="checkbox"/>				
Total	3	3	2	1	17	6	4	1	5	2	1	25	2	2	8	4	4	3	1	3
	9				28				8			29			23					
9,3%				29%				8%			30%			24%						

5. CONCLUSÃO

Essa pesquisa teve como objetivo avaliar a atuação dos conselheiros de administração das companhias abertas, que tiveram seus acionistas e/ou administradores punidos pela CVM, em decorrência da prática de irregularidades. Fundamentada nos pressupostos das teorias da agência e dos *stakeholders*, a pesquisa contemplou a avaliação de 77 PAS julgados pelo órgão regulador, em rito ordinário, no período compreendido entre 2007 e 2011.

Por meio da codificação de acusados e punidos pela CVM, verificou-se que os diretores figuraram como acusados em 61 PAS, tendo sido punidos em 59 deles. Já os membros do Conselho de Administração foram acusados em 53 PAS, tendo sido punidos em 51. Detectar que a instauração dos PAS foi principalmente motivada por irregularidades cometidas pelos gestores leva a questionar a atuação do Conselho de Administração, especialmente em função da atividade de monitoramento que é atribuída ao mesmo (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983b; ARROW, 1984; EISENHARDT, 1989). Afinal, se a cada dez diretores acusados, nove são punidos, é possível concluir que os conselheiros de administração falharam na função de fiscalizar a gestão.

Independentemente da categoria em evidência, foi possível observar o predomínio de conflitos de interesses entre acionistas controladores e não controladores. Esse achado reforça o que se entende por conflito de agência no Brasil (BRANDÃO, 2004; KITAGAWA; RIBEIRO, 2012). Enquanto em sua veia mais positivista, a teoria apregoa que os conflitos de agência ocorrem entre proprietário e gestor, no conjunto dos PAS analisados, tais conflitos não foram observados. Muito pelo contrário, verificou-se que o alinhamento entre acionistas controladores e administradores prevaleceu.

Em assimetria informacional, os argumentos de Arrow (1984) e Williamson (1993) foram contrariados. Diferentemente do apontado por esses autores, observou-se uma fluidez da informação entre os públicos internos às organizações, sendo os acionistas não controladores e investidores privados do acesso à mesma. Essa constatação pode ser atribuída à concentração da propriedade e à presença do controlador na administração, que caracterizam a situação mais comumente observada no país (GUERRA, 2009; BORTOLON; BRUGNI, 2012). Além disso, ocorre que, nessa situação, a informação perde o caráter de *commodity*, uma vez que sua aquisição pelo público externo é inviável. Assim, o argumento de Eisenhardt (1989) também pode ser contestado. Portanto, torna-se necessário questionar a aderência dos pressupostos da teoria da agência à realidade brasileira, pois parece que nossas peculiaridades

impossibilitam que seu aparato seja utilizado sem que haja adaptações, sob o risco de não se detectar os conflitos que realmente existem.

O fato de os acionistas não controladores e investidores serem privados do acesso à informação leva a inferir que o Conselho de Administração não se ocupou da gestão dos *stakeholders*. Assim, parece não haver o reconhecimento, por parte do colegiado, de que as partes interessadas devem ser mapeadas e geridas (FREEMAN; REED, 1983; FROOMAN, 1999). Essa percepção é reforçada ao considerar a postura das companhias investigadas ao decidirem pela divulgação de informações. Em caso de dúvida, não divulgá-las sempre pareceu ser a opção da administração.

À luz da teoria dos *stakeholders*, a falta de transparência teria o potencial de afetar a credibilidade das organizações, trazendo reflexos negativos para o processo de criação de valor (FREEMAN et al., 2010). Entretanto, não foi possível comprovar essa assertiva com os dados disponíveis. De toda maneira, ficou claro que as premissas da teoria dos *stakeholders* não orientam a atuação do colegiado brasileiro, conforme observado nos PAS 01, 04, 72 e 77, para citar alguns exemplos. Inclusive, o próprio termo *stakeholder* foi encontrado uma única vez no conjunto dos casos analisados, mais precisamente no PAS 77.

Apesar do reduzido número de denúncias apresentadas à CVM, foi possível perceber a atuação dos conselheiros de administração em defesa dos interesses do acionista controlador, situação que contraria os pressupostos da teoria dos *stakeholders* (FREEMAN; REED, 1983; FREEMAN et al., 2010). Provavelmente, a razão para que isso ocorra é a elevada concentração acionária, pois, nesse caso, os acionistas não controladores sempre representarão risco reduzido para as organizações e, em função disso, o esforço da administração para acomodar seus interesses será mínimo.

Verificou-se também que os Conselhos de Administração trouxeram prejuízos aos acionistas não controladores, afetando a distribuição de dividendos e impedindo a eleição de seus representantes no Conselho Fiscal. Essa constatação corrobora as impressões expostas anteriormente sobre o fato de que o colegiado não se preocupa com a gestão dos *stakeholders*. As situações observadas estão consistentes com as conclusões obtidas por Ingley e Van der Walt (2005), cuja pesquisa apontou que os conselheiros atribuem pouca importância para o relacionamento com as partes interessadas.

O expressivo número de empresas que tiveram seus registros de companhia aberta suspensos e/ou cancelados pela CVM como consequência das dificuldades financeiras, por sua vez, demonstraram o extremo do processo de destruição de valor. Adicionalmente, essa

situação também revelou o despreparo da administração, incapaz de manter a competitividade das organizações.

Em ausência de monitoramento, a despeito do número reduzido de codificações, percebeu-se um alinhamento de conselheiros e gestores, visto que aqueles silenciaram ao receber ressalvas dos auditores independentes nas demonstrações financeiras, cuja elaboração é responsabilidade dos últimos. Na medida em que as ressalvas se repetiram por vários anos, foi possível concluir que, no conjunto dos PAS analisados, o colegiado fracassou ao fiscalizar a gestão. Além disso, detectar que os conselheiros aguardavam passivamente pelas informações dos gestores também contribuiu para questionar a atividade de monitoramento. Com isso, percebeu-se o colegiado como sendo apenas uma extensão da gestão, visto que o mesmo ignorou os sinais provenientes do mercado, a exemplo das oscilações atípicas nas ações, e aceitou, sem questionar, as informações trazidas pela gestão. Com isso, depreende-se que os Conselhos de Administração carecem de conhecimento e informação, necessários ao pleno exercício da atividade.

Outra maneira de se perceber a ausência do monitoramento foi observar a transcrição das defesas contidas nos PAS. Conselheiros e gestores apresentaram defesas conjuntas à CVM e, quando isso não ocorreu, compartilharam os mesmos argumentos. Além disso, em suas defesas, muitos conselheiros afirmaram que somente poderiam ser responsabilizados por assuntos que tivessem sido submetidos ao colegiado, o que evidencia a percepção que os mesmos têm da sua função. Sem dúvida, essa assertiva leva a concluir que os próprios membros dos Conselhos de Administração se enquadram como aconselhadores, o que implica apenas reagir à demanda do gestor.

Uma situação que chamou a atenção refere-se à evolução na percepção da CVM sobre o Conselho de Administração. Até o julgamento do PAS 08, que ocorreu no dia 14 de dezembro de 2010, o órgão regulador demonstrava certo desconforto em punir os conselheiros ao se deparar com o julgamento de situações subjetivas. Raramente os conselheiros de administração foram punidos nos PAS codificados em assimetria informacional. Tais observações são fortalecidas pelo fato de que as punições aplicadas pela CVM aos conselheiros de administração, no conjunto dos PAS analisados, foram predominantemente relacionadas a questões de natureza objetiva, indicando uma visão pouco acurada do órgão regulador, provavelmente distorcida pela ausência da separação entre controle e propriedade (BRANDÃO, 2004; SILVEIRA, 2005; KITAGAWA; RIBEIRO, 2012). De toda forma, o julgamento do PAS 08 parece representar um marco quanto à percepção da CVM sobre a atuação do colegiado brasileiro.

A partir disso, a atividade de monitoramento passa a envolver mais do que simplesmente evitar o comportamento oportunista da gestão, que é o foco da teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976; EISENHARDT, 1989). E essa percepção é aderente à ideia de Freeman et al. (2010) sobre o processo de criação de valor.

Em geral, a maior parte das situações codificadas em presença de oportunismo trouxe o acionista controlador, ou pessoas ligadas ao bloco de controle, tomando decisões em seu benefício, em detrimento dos demais acionistas. E, predominantemente, os Conselhos de Administração estiveram alinhados aos interesses dos primeiros. Essa constatação leva a perceber que os administradores brasileiros servem aos interesses do controlador, devendo obediência ao mesmo. Além disso, muitas vezes percebeu-se o acionista controlador ocupando assentos no Conselho de Administração e/ou exercendo funções executivas.

Com a análise dos PAS, percebeu-se que o colegiado agregou pouco valor à condução dos negócios, gerando desconforto junto às demais partes interessadas. Esse desconforto foi identificado por meio das denúncias apresentadas à CVM. A preponderância das denúncias provenientes de acionistas minoritários reforça as observações referentes ao conflito de interesse mais observado, indicando que as organizações parecem apenas representar veículos para que os acionistas controladores maximizem a sua riqueza, o que está consistente com os argumentos sustentados pelos defensores da teoria da agência (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983b; ARROW, 1984; EISENHARDT, 1989).

De maneira sintética, conclui-se que os conselheiros reconhecem o poder do acionista controlador, se orientando pela maximização da riqueza dele. Sem dúvida, essa observação torna o Conselho de Administração mais próxima das premissas da teoria da agência, apesar de privilegiar a atividade de aconselhamento.

Entre as limitações do estudo, deve ser mencionada a subjetividade inerente ao método utilizado, o qual depende da interpretação da pesquisadora. Apesar de selecionar as unidades de análise, seguindo as definições operacionais pré-estabelecidas, entende-se que variações podem ocorrer a depender da visão de mundo do pesquisador. Deve-se destacar também que os documentos utilizados nesse estudo, por serem elaborados exclusivamente pela CVM, trazem a perspectiva do órgão regulador, podendo gerar um viés na análise.

Outra limitação da pesquisa consiste na ausência de informações relacionadas à estrutura acionária das companhias, bem como referentes à demografia dos Conselhos de Administração. Essas informações não constam nos PAS. Acredita-se que esse levantamento permitirá enriquecer as conclusões aqui obtidas e esta representa uma possível continuidade do estudo.

Embora todos os julgamentos desfavoráveis envolvendo companhias abertas no período compreendido entre 2007 e 2011 tenham sido considerados na análise, não é possível generalizar os resultados dessa pesquisa para os demais participantes do mercado de capitais brasileiro. Recomenda-se que sejam pesquisados os processos, cujos julgamentos resultaram em absolvições dos acusados, a fim de verificar se as conclusões aqui encontradas podem ser corroboradas. Esse novo recorte pode, inclusive, trazer novos elementos para se analisar a atuação dos Conselhos de Administração, sob a perspectiva da teoria dos *stakeholders*.

Percebeu-se que os problemas de agência e a negligência dos interesses dos *stakeholders* podem ocasionar a destruição de valor. Uma limitação desse estudo foi não ter avaliado se esses reflexos de fato se concretizam e em que magnitude. Com isso, percebeu-se a possibilidade de se estudar o desempenho das ações, a partir da divulgação dos resultados dos PAS.

Sugere-se ainda promover uma pesquisa que compare as sanções aplicadas pelos órgãos reguladores de outros países, a fim de identificar as distinções entre os problemas enfrentados pelos diferentes mercados.

Pouca divulgação é dada aos julgamentos conduzidos pela CVM. Essa situação em nada colabora para a redução das infrações, especialmente aquelas cometidas por administradores. Entende-se que ao determinar que as companhias abertas identifiquem os administradores que já foram punidos nos formulários periódicos, ocorrerá um constrangimento das próprias companhias em contratar tais profissionais. Assim, o órgão regulador pode reduzir a assimetria informacional entre os participantes do mercado e, com isso, contribuir para o aprimoramento da gestão no Brasil.

REFERÊNCIAS

ADAMS, R.B.; LICHT, A.N.; SAGIV, L. Shareholders and stakeholders: how do directors decide? *Strategic Management Journal*, v. 32, p. 1331-1355, 2011.

ADLER, R.W.; CHASTON, K. Stakeholders' perceptions of organizational decline. *Accounting Forum*, v. 26, n. 1, p. 31-44, March 2002.

ALCHIAN, A.A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.

ALIGLERI, L.; SOUZA, R.B. Governança multilateral e a Global Reporting Initiative: o envolvimento das maiores e melhores empresas. *Inovação, Gestão e Produção*, v. 2, n. 9, p. 1-12, 2010.

ALMEIDA, D.M.; SCARPIN, J.E. Métodos de distribuição dos custos conjuntos sob a ótica da teoria da agência: um estudo em uma cooperativa agropecuária de palmito. In: Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais, 14., 2011, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FGV-EAESP, 2011.

ANDRADE, J.C.S. Formação de estratégias socioambientais corporativas: os jogos Aracruz Celulose-partes interessadas. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 2, p. 75-97, mai./ago. 2002.

ARACRUZ CELULOSE S.A. *Relatório de Sustentabilidade*. 2005.

ARROW, K.J. The economics of agency. *A Report of the Center for Research on Organizational Efficiency*, v. 451, p. 1-24, October, 1984.

BALSER, D.; MCCLUSKY, J. Managing stakeholder relationships and nonprofit organization effectiveness. *Nonprofit Management & Leadership*, v. 15, n. 3, p. 295-315, Spring 2005.

BAMMENS, Y.; VOORDECKERS, W.; VAN GILS, A. Boards of directors in family businesses: a literature review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, v. 13, p. 134-152, 2011.

BARDIN, L. *Análise de Conteúdo*. Tradução de Luís Antero Reto e Augusto Pinheiro. 5. ed. Lisboa: Edições 70, 2010.

BEN-AMAR, W.; ANDRÉ, P. Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 33, n. 3-4, p. 517-543, April/May 2006.

BEN-NER, A.; REN, T. A comparative study of allocation of decision-making across stakeholder groups: the case of personal care industries. *Annals of Public and Cooperative Economics*, v. 81, n. 4, p. 611-630, 2010.

BENSON, B.W. et al. Deviations from expected stakeholder management, firm value, and corporate governance. *Financial Management*, p. 39-81, Spring 2011.

BERTUCCI, J.O.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M.M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração*, v. 41, n. 2, p. 183-196, abr./maio/jun. 2006.

BOAVENTURA, J.M.G. et al. Teoria dos stakeholders e teoria da firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 11, n. 32, p. 289-307, jul./set. 2009.

BORTOLON, P.M.; BRUGNI, T.V. A independência dos conselhos: evidências conflitantes. In: FONTES FILHO, J.R.; LEAL, R.P.C. (Org.). *Governança corporativa: discussões sobre os conselhos em empresas no Brasil*, São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.

BRAMMER, S.; MILLINGTON, A.; PAVELIN, S. Corporate reputation and women on the board. *British Journal of Management*, v. 20, p. 17-29, 2009.

BRANDÃO, M.M. *Governança corporativa e a influência dos acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas*. 292 p. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós-Graduação em Administração, Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 9 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 22 nov. 2011.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 03 nov. 2011.

CAMILO, S.P.O.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Da harmonização do conflito de interesses ao papel externo do conselho de administração: uma conotação contributiva ao desempenho. *Revista de Gestão e Tecnologia*, v. 1, n. 1, p. 83-98, jul./dez. 2011.

CAMPOS, T.L.C. Políticas para stakeholders: um objetivo ou uma estratégia organizacional? *Revista de Administração Contemporânea*, v. 10, n. 4, p. 111-130, out./dez. 2006.

CARTER, D.A. et al. The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, v. 18, n. 5, p. 396-414, 2010.

CARVALHO, E.L.C.; LONGO, R.M.J. Informação orgânica: recurso estratégico para tomada de decisão pelos membros do conselho de administração da UEL. *Informação e Informação*, v. 7, n. 2, p. 113-133, 2002.

COLE, C. R.; et al. An empirical examination of stakeholder groups as monitoring sources in corporate governance. *The Journal of Risk and Insurance*, v. 78, n. 3, p. 703-730, 2011.

COLLETT, N. Partial utilitarianism as a suggested ethical framework for evaluating corporate mergers and acquisitions. *Business Ethics: A European Review*, v. 19, n. 4, p. 363-378, October 2010.

COMBS, J.G. et al. The moderating effect of CEO power on the board composition – firm performance relationship. *Journal of Management Studies*, v. 44, n. 8, p. 1300-1323, December 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de 04 de janeiro de 2013*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/alertas/Edital%20Lista%20de%20Inadimplentes%20-%20Cias%20%20Abertas%2002%2001%2013.asp>>. Acesso em: 29 jan 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução nº 202*, de 6 de dezembro de 1993. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=\inst\inst202consolid.doc>. Acesso em: 02 nov 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução nº 287*, de 7 de agosto de 1998. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=\inst\inst287consolid.doc>. Acesso em: 09 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução nº 358*, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst358consolid.htm>>. Acesso em: 02 nov 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução nº 400*, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=\\inst\inst400consolid.doc>. Acesso em: 24 jan 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução nº 461*, de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=\\inst\inst461consolid.doc>. Acesso em: 07 nov 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução nº 480*, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=\\inst\inst480consolid.doc>. Acesso em: 12 dez 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Plano Bienal 2013-2014*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/revista/Plano%20Bienal%20CVM%202013-2014.pdf>>. Acesso em: 27 jan 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19/09*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2011/rordinario/inqueritos/IA%2019-09%20GOL.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/4857*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2011/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-4857%20Embratel.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2011/2148*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2011/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2011-2148%20Gazola.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2010/1582*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2011/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2010-1582%20Cer%C3%A2mica%20Chiarelli.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 16/09*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2011/rordinario/inqueritos/IA%2016-09%20Vulcabras.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/9439*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2011/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2009-9439%20Vulcabras.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/09*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2011/rordinario/inqueritos/IA%2013-09%20Sadia.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/2008*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/18-08%20SADIA.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/2569*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-2569%20Pantanal.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2010/4195*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2010-4195%20Vicunha%20T%C3%AAxtil.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 10/08*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/IA%2010-08%20Ipiranga.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/07*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/IA%2004-07%20%20Oscar.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/8440*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2009-8440%20Inds%20Barbero.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/2610*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2009-2610%20Clarion.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 15/90*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/15-90%20Barreto%20de%20Ara%C3%BAjo.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/1504*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2009-1504-Eletrosilex.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/2146*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2009-2146%20Elebra.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/1365*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/EXTRATO%20E%20VOTO%20JULGAMENTO%20PAS%20RJ2009-1365.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/12124*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-12124%20Buettner.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/1930*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2009-1930%20Montreal%20Empreendimentos.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/2172*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2009-2172%20RENAR.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/12216*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-12216%20SANEPAR.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/2916*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-2916%20Cia%20Geral%20de%20Ind%C3%BAstrias.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/07*. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/IA%2007-07%20Sadia%20\(Reparado\).asp](http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/IA%2007-07%20Sadia%20(Reparado).asp)>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/8572*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2010/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2006-8572%20Olivebra.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/3792*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TARJ2009-3792PrediletoAlimentos.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/06*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/13-06Paranapanema.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19/05*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/IA19-05BrasilTelecom.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/8798*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2006-8798%20Sharp.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 02/2007*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/IA%2002-07%20T%C3%AAxtil%20Renaux%20SA.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/6250*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-6250%20Metalon.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/8150*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2007-8150%20MAISA.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/4842*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-4842%20Auferville.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/2209*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-2209%20Sultepa.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/11199*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-11199%20MINUPAR.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/9947*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-9947%20RECRUSUL.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/1766*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-1766%20KEPLER%20WEBER%20SA.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/8662*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/05-04%20Matsulfur.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/9511*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-9511%20Haga%20SA.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/4511*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2006-4511%20Ind%C3%BAstrias%20Coelho.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/2570*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ%202008-2570%20Participa%C3%A7%C3%A3oes%20ABC%20SA.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/1815*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-1815%20Mossi%20&%20Chisolfi%20Internacional.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/4665*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2007-4665%20Mesbla.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/4376*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2007-4376%20Cia%20Lorenz.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/5752*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-5752%20Recrusul.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/14044*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2007-14044%20T%C3%AAxtil%20%20Renauxview.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/11851*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/Processo_julgamento_RJ2007_11851.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/2530*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/Processo_julgamento_RJ2008_2530.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/5136*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2006-5136%20Al-Car.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/8109*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2007-8109.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/05*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/2405ata2%C2%AAsessao_Nova%20informa%C3%A7%C3%A3o%20inclu%C3%ADda.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/04*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/Res%2025-04.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/3613*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2007-3613%20TECBLU.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 15/06*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/IA%2015-06%20Velonorte.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/5343*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2006-5343%20Cia.%20Brasileira%20de%20Antibi%C3%B3ticos.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/5410*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/PROCESSO_CVM_RJ2006_5410.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 20/04*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/IA%2020-04%20Springer.asp>>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/4849*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/21_08_08_RJ2006_4849_Naciona_Alcalis.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP 2007/0118*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/02_26_SP2007-0118.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP 2007/0117*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/02_26_SP2007-0117.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/9070*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/01_23_RJ2006-9070.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/4107*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/01_23_RJ2007-4107.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/4850*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/12_18_RJ2006-4850.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/3639*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/10_31_RJ2007-3639.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2001/11808*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/10_02_RJ2001-11808.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/9068*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/10_02_RJ2006-9068.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/1079*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/07_10_RJ2007-1079.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 22/04*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/06_20_22-04.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/04*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/05_23_03-04.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/05*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/04_24_07-05.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/8604*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/04_04_RJ2005-8604.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/0097*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/03_15_RJ2005-0097.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/8714*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/02_13_RJ2005-8714.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/6763*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/01_31_RJ2005-6763.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 02/03*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/01_24_02-03.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/8528*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/24_01_RJ2005-8528.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/4776*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/01_17_RJ2006-4776.asp>. Acesso em: 04 fev 2012.

CONCEIÇÃO, S.H. et al. Fatores determinantes no *disclosure* em Responsabilidade Social Corporativa (RSC): um estudo qualitativo e quantitativo com empresas listadas na Bovespa. *Gestão e Produção*, v. 18, n. 3, p. 461-472, 2011.

COOMBS, J.E.; GILLEY, K.M. Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: main effects and interactions with financial performance. *Strategic Management Journal*, v. 26, p. 827-840, 2005.

COTTER, J.; SILVESTER, M. Board and monitoring committee independence. *ABACUS*, v. 39, n. 2, p. 211-232, 2003.

CUNHA, V.L.M.; MARTINS, A. O conselho de administração e o desempenho das sociedades. *Contabilidade e Gestão*, v. 4, p. 67-92, 2007.

DALZIEL, T.; GENTRY, R.J.; BOWERMAN, M. An integrated agency-resource dependence view of the influence of directors' human and relational capital on firms' R&D spending. *Journal of Management Studies*, v. 48, n. 6, p. 1217-1242, September 2011.

DELGADO-GARCÍA, J.B.; QUEVEDO-PUENTE, E.; FUENTE-SABATÉ, J.M. The impact of ownership structure on corporate reputation: evidence from Spain. *Corporate Governance: An International Review*, v. 18, n. 6, p. 540-556, 2010.

DONNELLY, R.; MULCAHY, M. Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review*, v. 16, n. 5, p. 416-429, 2008.

ECCO, I.L. et al. Teoria de Agência em uma organização sem fins lucrativos. *Estratégia e Negócios*, v. 3, n. 1, p. 71-88, jan./jun. 2010.

EISENHARDT, K.M. Agency Theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

EMBRATEL PARTICIPAÇÕES S.A. *Demonstrações Financeiras 2004*, p. 1-68, 2005.

FAMA, E.F.; JENSEN, M.C. Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 327-349, 1983.

_____. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FAN, J.P.H.; WONG, T.J. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from east Asia. *Journal of Accounting Research*, v. 43, n. 1, p. 35-72, 2005.

FERNANDES, F.C.; MACHADO, D.G. Teoria da agência e governança corporativa: uma reflexão acerca da relação de subordinação organizacional da contabilidade à administração. In: Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais, 14., 2011, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FGV-EAESP, 2011.

FERREIRA, M.D.; QUELHAS, O.L.G. Avaliação qualitativa do conselho de administração: o caso de uma instituição financeira. *Revista Gestão Industrial*, v. 3, n. 3, p. 128-147, 2007.

FLICK, U. *Introdução à pesquisa qualitativa*. Tradução de Joice Elias Costa. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FOSS, N.J.; KOCH, C.A. Opportunism, organizational economics and the network approach. *Scandinavian Journal Management*, v. 12, n. 2, p. 189-295, 1996.

FREEMAN, E.R.; REED, D.L. Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance. *California Management Review*, v. 25, n.3, p.88-106, 1983.

FREEMAN, E.R. et al. *Stakeholder theory: the state of the art*. New York: Cambridge University Press, 2010.

FRIEDMAN, M. The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*. 13 sep. 1970. Disponível em: <<http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>> Acesso em: 03 nov. 2011.

FROOMAN, J. Stakeholder Influence Strategies. *Academy of Management Review*, v. 24, n. 2, p. 191-203, 1999.

GALBREATH, J. Corporate governance practices that address climate change: an explanatory study. *Business Strategy and the Environment*, v. 19, p. 335-350, 2010.

GHOSH, S.; HARJOTO, M.A. Insiders' personal stock donations from the lens of stakeholder, stewardship and agency theories. *Business Ethics: An European Review*, v. 20, n. 4, p. 342-358, October 2011.

GODOY, P.; MARCON, R. Teoria da agência e os conflitos organizacionais: a influência das transferências e das promoções nos custos de agência em uma instituição bancária. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 7, n. 4, p. 168-210, 2006.

GOMES JUNIOR, S.F.; GOMES, A.R. As vantagens da sustentabilidade empresarial. *Inovação, Gestão e Produção*, v. 2, n. 8, p. 62-71, 2010.

GONÇALVES FILHO et al. Os impactos da responsabilidade social corporativa na reputação da empresa e nas intenções comportamentais das comunidades: um estudo empírico. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, v. 7, n. 1, p. 37-54, 2009.

GUERRA, S. *Os papéis do conselho de administração em empresas listadas no Brasil*. 214 p. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, 2009.

HE, E.; SOMMER, D.W. Separation of ownership and control: implications for board composition. *The Journal of Risk and Insurance*, v. 77, n. 2, p. 265-295, 2010.

HENDRY, J. Beyond self-interest: agency theory and the board in a satisficing world. *British Journal of Management*, v. 16, p. 55-67, 2005.

HOFFMANN, V.E.; PROCOPIAK FILHO, J.A.; ROSSETTO, C.R. As estratégias de influência dos stakeholders nas organizações da indústria da construção civil: setor de edificações em Balneário Camboriú – SC. *Ambiente Construído*, v. 8, n. 3, p. 21-35, jul./set. 2008.

INGLEY, C., VAN DER WALT, N. Do board processes influence director and board performance? Statutory and performance implications. *Corporate Governance: An International Review*, v. 13, n. 5, p. 632-653, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

JACKLING, B.; JOHL, S. Board structure and firm performance: evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, v. 17, n. 4, p. 492-509, 2009.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M.C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 14, n. 3, p. 8-21, 2001.

KAO, L.; CHIOU, J.R.; CHEN, A. The agency problems, firm performance and monitoring mechanisms: the evidence from collateralised shares in Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, v. 12, n. 3, p. 389-402, 2004.

KASSINIS, G.; VAFEAS, N. Corporate boards and outside stakeholders as determinants of environmental litigation. *Strategic Management Journal*, v. 23, p. 399-415, 2002.

KITAGAWA, C.H.; RIBEIRO, M.S. Governança corporativa na América Latina: a relevância dos princípios da OECD na integridade dos conselhos e autonomia dos conselheiros. In: FONTES FILHO, J.R.; LEAL, R.P.C. (Org.). *Governança corporativa: discussões sobre os conselhos em empresas no Brasil*, São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.

KRUGMAN, P.R. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

LABELLE, C.F.R.; MARTINEZ, I. Governance and the decision to issue a profit warning. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, v. 25, n. 4, p. 317-333, 2008.

LAUD, R.L. SCHEPERS, D.H. Beyond transparency: information overload and a model for intelligibility. *Business and Society Review*, v. 114, n. 3, p. 365-391, 2009.

LEITÃO, S.P.; FORTUNATO, G.; FREITAS, A.S. Relacionamentos interpessoais e emoções nas organizações: uma visão biológica. *Revista de Administração Pública*, v. 40, n. 5, p. 883-907, set./out. 2006.

LIMA, R.E.; ARAÚJO, M.B.V.; AMARAL, H.F. Conflitos de agência: um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 2, n. 4, p. 148-157, set./dez. 2008.

LIN, S.; POPE, P.F.; YOUNG, S. Stock market reaction to the appointment of outside directors. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 30, n. 3, p. 351-382, April/May, 2003.

LIN, Y. Corporate governance, leadership structure and CEO compensation: evidence from Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, v. 13, n. 6, p. 824-834, 2005.

LYRA, M.G.; GOMES, R.C.; JACOVINE, L.A.G. O papel dos stakeholders na sustentabilidade da empresa: contribuições para a construção de um modelo de análise. *RAC*, v. 13, Edição Especial, art. 3, p. 39-52, Junho 2009.

MADRUGA, L.R.R.G.; SILVA, T.N.; GOMES, C.M. O papel das partes interessadas (stakeholders) e a participação na gestão de recursos hídricos: um estudo no comitê de Santa Maria. *Revista de Administração FACES Journal*, v. 11, n. 3, p. 168-188, jul./set. 2011.

MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; ALBERTON, A. Teoria instrumental dos stakeholders em ambientes turbulentos: uma verificação empírica utilizando doações políticas e sociais. *Brazilian Business Review*, v. 5, n. 3, set./dez. 2008.

MARQUES, D.S.P.; COSTA, A.L. Governança em clubes de futebol: um estudo comparativo de três agremiações no estado de São Paulo. *Revista de Administração*, v. 44, n. 2, p. 118-130, abr./mai./jun. 2009.

MARTHA, L.F.D. Conselhos de administração: uma coletânea de estudos do IBGC. In: FONTES FILHO, J.R.; LEAL, R.P.C. (Org.). *Governança corporativa: discussões sobre os conselhos em empresas no Brasil*, São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.

MILES, M.B.; HUBERMAN, A.M. *Qualitative data analysis: an expanded sourcebook*. London: SAGE Publications, 1994.

MILLER, J.L. The board as a monitor of organizational activity: the applicability of agency theory to nonprofit boards. *Nonprofit management and leadership*, v. 12, n. 4, p. 429-450, 2002.

MILLER, D.; SARDAIS, C. Angel agents: agency theory reconsidered. *Academy of Management Perspectives*, p. 6-18, 2011.

MINICHILLI, A.; ZATTONI, A.; ZONA, F. Making boards effective: an empirical examination of board task performance. *British Journal of Management*, v. 20, p. 55-74, 2009.

MITCHELL, R.K.; AGLE, B.R.; WOOD, D.J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, v. 22, n. 4, p. 853-886, 1997.

MUNDO NETO, M. A lógica financeira e o espaço do transporte aéreo comercial brasileiro. *Gestão e Produção*, v. 18, n.2, p. 311-324, 2011.

MUSTEEN, M.; DATTA, D.K.; KEMMERER, B. Corporate reputation: do boards characteristics matter? *British Journal of Management*, v. 21, p. 498-510, 2010.

NOVAK, M.J.; MCCABE, M. Information costs and the role of the independent corporate director. *Corporate Governance: An International Review*, v. 11, n. 4, p. 300-307, 2003.

O'HIGGINS, E. Non-executive Directors on Boards in Ireland: co-option, characteristics and contributions. *Corporate Governance: An International Review*, v. 10, n. 1, p. 19-28, 2002.

O'REGAN, K.; OSTER, S.M. Does the structure and composition of the board matter? The case of nonprofit organizations. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, v. 21, n. 1, p. 205-227, 2005.

OWENS, C.; LEY, A.; AITKEN, P. Do different stakeholder groups share mental health research priorities? A four-arm Delphi study. *Health Expectations*, v. 11, p. 418-431, 2008.

PORTER, M.E.; KRAMER, M.R. Strategy and society: a link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, dec. 2006, p. 1-14, 2006.

PRADO, R.N.; VILELA, R. Apontamentos sobre a evolução do conselho de administração no Brasil a partir dos anos 1980. In: FONTES FILHO, J.R.; LEAL, R.P.C. (Org.). *Governança corporativa: discussões sobre os conselhos em empresas no Brasil*, São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.

REZENDE, A.J.; DALMÁCIO, F.Z.; PEREIRA, C.A. A gestão de contratos de jogadores de futebol: uma análise sob a perspectiva da teoria da agência - o caso do Clube Atlético Paranaense. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, v. 2, n. 3, p. 95-123, set./dez. 2010.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. *O modelo brasileiro de private equity e venture capital*. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/>>. Acesso em: 27/05/2012.

ROBERTS, J.; MCNULTY, T.; STILES, P. Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: creating accountability in the boardroom. *British Journal of Management*, v. 16, p. 5-26, 2005.

RODRIGUES, J. Conselho de Administração como depositário da confiança dos accionistas. In: Congreso Nacional de Ética de la Economía y de las Organizaciones, 16., 2009, Madri. *La fuerza de la Coherencia: los valores y la RSE*. Madri: CEU Ediciones, 2009, p. 79-91.

ROSS, S.A. The economic theory of agency: the principal's problem. *The American Economic Review*, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

RUIGROK, W.; PECK, S.I.; KELLER, H. Board characteristics and involvement in strategic decision making: evidence from swiss companies. *Journal of Management Studies*, v. 43, n. 5, p. 1201-1226, 2006.

RUTHERFORD, M.A.; BUCHHOLTZ, A.K. Investigating the relationship between board characteristics and board information. *Corporate Governance: An International Review*, v. 15, n. 4, p. 576-584, 2007.

SÁ-SILVA, J.R.; ALMEIDA, C.D.; GUINDANI, J.F. Pesquisa documental: pistas teóricas e metodológicas. *Revista Brasileira de História & Ciências Sociais*, v. 1, n. 1, 2009.

SACHS, S.; RÜHLI, E. *Stakeholders matter: a new paradigm for strategy in society*. United Kingdom: Cambridge University Press, 2011.

SAITO, R; SILVEIRA, A.D.M. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun. 2008.

SANVICENTE, A.Z. Perfil das companhias abertas: comparação com empresas fechadas. *INSPER*, Working Paper, 001, 1996.

SATO, F.R.L. A teoria da agência no setor de saúde: o caso do relacionamento da Agência Nacional de Saúde Suplementar com as operadoras de planos de assistência supletiva no Brasil. *Revista de Administração Pública*, v. 41, n. 1, p. 49-62, jan./fev. 2007.

SAUERBRONN, F.F.; SAUERBRONN, J.F.R. Estratégias de responsabilidade social e esfera pública: um debate sobre stakeholders e dimensões sociopolíticas de ações empresariais. *Revista de Administração Pública*, v. 45, n. 2, p. 435-458, mar./abr. 2011.

SCHRÖDER, L.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Relacionamento entre empresa e stakeholders: um estudo de caso no setor eletroeletrônico. *Revista de Administração e Inovação*, v. 8, n. 1, p. 148-168, jan./mar. 2011.

SETIA-ATMAJA, L.Y. Governance mechanisms and firm value: the impact of ownership concentration and dividends. *Corporate Governance: An International Review*, v. 17, n. 6, p. 694-709, 2009.

SHEU, H.J., CHUNG, H.; LIU, C.L. Comprehensive disclosure of compensation and firm value: the case of policy reforms in an emerging market. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 37, n. 9-10, p. 1115-1144, November/December 2010.

SILVA, A.L.C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

SILVA, S.S.; SOUSA, A.R.; LEITE, E.T. Conflito de agência em organizações cooperativas: um ensaio teórico. *Organizações Rurais e Agroindustriais*, v. 13, n. 1, p. 63-76, 2011.

SILVA, W.M.; MORAES, W.F.A. Estrutura de governança, performance e turnover de executivos: um estudo com indústrias brasileiras. *Revista Alcance*, v. 11, n. 1, p. 31-47, jan./abr. 2004.

SILVEIRA, A.D.M. *Governança Corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A.B.C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, A.D.M.; YOSHINAGA, C.E.; BORBA, P.R.F. Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 12, n. 1, p. 33-42, jan./mar. 2005.

SIMON, H.A. Human nature in politics: the dialogue of psychology with political science. *American Political Science Review*, v. 79, n. 2, p. 293-304, 1985.

SMITH, N.C. Corporate Social Responsibility: not whether, but how? *Centre for Marketing Working Paper*, n. 3-701, apr. 2003.

STERNBERG, E. *The stakeholder concept: a mistaken doctrine*. United Kingdom: Foundation for Business Responsibilities, nov. 1999.

TEIXEIRA, M.L.M.; MAZZON, J.A. Orientação ética quanto à mudança social envolvendo stakeholders. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 1, n. 1, p. 51-65, 2009.

VALENTI, G. A anatomia de um desastre. *Valor Econômico*, São Paulo, 14, 15 e 16 dez. 2012. *Eu&Fim de Semana*, p. 7-13.

VAN BUREN III, H.J. Taking (and sharing power): how boards of directors can bring about greater fairness for dependent stakeholders. *Business and Society Review*, v. 115, n. 2, p. 205-230, 2010.

VERGARA, S.C. *Métodos de pesquisa em Administração*. São Paulo: Atlas, 2005.

WILLIAMSON, O.E. Opportunism and its critics. *Managerial and Decision Economics*, v. 14, p. 97-107, 1993.

_____. The economics of organization: the transaction cost approach. *The American Journal of Sociology*, v. 87, n. 3, p. 548-577, 1981.

_____. The modern corporation: origins, evolution, attributes. *Journal of Economic Literature*, v. 19, n. 4, p. 1537-1568, 1981.

YOSHIMORI, M. Does corporate governance matter? Why the corporate performance of Toyota and Canon is superior to GM and Xerox. *Corporate Governance: An International Review*, v. 13, n. 3, p. 447-457, May 2005.

ZAHRA, S.A.; PEARCE II, J.A. Board of directors and corporate financial performance: a review and integrative model. *Journal of Management*, v. 15, n. 2, p. 291-334, 1989.

_____. Determinants of boards of directors' strategic involvement. *European Management Journal*, v. 8, n. 2, p. 164-173, 1990.

ZAGATTI, W.S.; RIBEIRO, M.S. Governança corporativa e conselho de administração dos bancos. *Revista de Administração FACES Journal*, v. 4, n. 1, p. 25-32, jan./jun. 2005.

ZATTONI, A; CUOMO, F. How independent, competent and incentivized should non-executive directors be? An empirical investigation of good governance codes. *British Journal of Management*, v. 21, p. 63-79, 2010.