

# Doutrina & Atualidades

## O DEVER DE DILIGÊNCIA DOS ADMINISTRADORES E OS CUSTOS DE AGÊNCIA: LIÇÕES DO “CASO SADIA”

BARBARA BITTAR TEIXEIRA

GABRIELA ANDRADE GÓES

*1. Introdução. 2. O Processo Administrativo Sancionador/PAS 18/2008: 2.1 Operações financeiras – 2.2 A decisão da CVM – 2.3 Acórdão do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional/CRSFN – 2.4 O dever de diligência – 2.5 Governança corporativa e mecanismos de controle. 3. A teoria da agência e os deveres fiduciários: 3.1 O problema de agência – 3.2 Os custos de agência – 3.3 O problema de agência e os deveres fiduciários. 4. A decisão da CVM no PAS 18/2008 sob a ótica da teoria da agência. 5. Conclusão.*

**Resumo:** A decisão da Comissão de Valores Mobiliários/CVM no Processo Administrativo Sancionador/PAS 18/2008 conferiu um novo conteúdo ao dever de diligência, ao interpretá-lo a partir da ideia de monitoramento. O artigo trata do dever de diligência a partir do estudo desse caso. A teoria de agência é empregada como instrumental de análise, com o objetivo de verificar se a decisão da CVM neste caso cumpre com a função de diminuir os custos de agência. O artigo conclui que a interpretação conferida pela decisão pode contribuir para a diminuição dos custos de agência. Isso porque a afirmação do dever de diligência dos administradores como dever de monitorar, de se informar e de investigar pode liberar os acionistas dos custos de monitoramento.

**Palavras-chave:** Custos de agência; Dever de diligência; Direito societário; Governança corporativa; Responsabilidade dos administradores.

### MANAGERS' DUTY OF CARE AND AGENCY COSTS: LESSONS FROM “SADIA CASE”

**Abstract:** The decision of the Securities and Exchange Commission in Administrative Sanctioning Procedure 18/2008 gave a new content to the duty of care, when interpreting it from the idea of monitoring. The article deals with the duty of care, from the study of this case. The agency theory is used as an analytical tool, with the purpose of verifying if the CVM's decision in this case fulfills a function of reducing agency costs. The article concludes that the interpretation conferred by the decision may contribute to the reduction of agency costs. This is because, an assertion of the duty of care of directors and officers as a

duty to monitor, to be informed and to investigate may release the shareholders from the monitoring costs.

**Keywords:** Agency costs; Corporate governance; Corporate law; Duty of care; Managerial liability.

## 1. Introdução

Apesar de não existir no Direito Brasileiro uma disciplina cogente e única para definir a atuação e o poder decisório dos administradores, a Lei das Sociedades por Ações/Lei das S/A (Lei 6.404/1976) elencou os deveres gerais que eles têm de seguir.<sup>1</sup> Dentre esses deveres sobressaem os de lealdade e de diligência, cujos limites são traçados principalmente pela jurisprudência administrativa.<sup>2</sup>

O dever de diligência dos administradores está previsto no art. 153 da Lei das S/A, e é assunto que desperta bastante interesse no estudo do direito societário e da governança corporativa, especialmente em função da necessidade de delimitar os contornos da responsabilidade dos diretores e conselheiros, que atuam em nome dos acionistas, tendo em vista que a legislação não define precisamente o que é uma atuação diligente por parte dos administradores, mas, sim, apresenta esse dever por meio de um padrão geral de conduta.

Nesse contexto, a decisão da Comissão de Valores Mobiliários/CVM no Processo Administrativo Sancionador/PAS 18/2008<sup>3</sup>

1. Marcelo Vieira von Adamek, *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*, 2ª tir., São Paulo, Saraiva, 2010, p. 119.

2. Flávia Parente, *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro, Renovar, 2005, p. 47.

3. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 14.10.2010, disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_1808.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf) (acesso em 10.10.2016).

consubstanciou-se em importante passo da jurisprudência administrativa, pois tratou do descumprimento do dever de diligência por parte dos administradores a partir da ideia de monitoramento.<sup>4</sup> Conforme destacado pela manifestação de voto do diretor Otávio Yazbek, trata-se de caso que revela que o surgimento de novas estratégias financeiras e operações das empresas não foi acompanhado de mudanças nas suas estruturas de governança.

De acordo com Yazbek,<sup>5</sup> esse novo quadro das companhias, composto por operações e estratégias financeiras mais complexas, traz consigo implicações para o conteúdo do dever de diligência. Em um primeiro momento, caracterizado por demandas mais singelas, o conteúdo do dever de diligência estava substancialmente relacionado ao dever de fiscalização direta dos conselheiros.<sup>6</sup> Em momento seguinte passou a integrar o conteúdo desse dever a necessidade de que os conselheiros, na existência de algum sinal de alerta (uma *red flag*, por exemplo), busquem informações de forma ativa.<sup>7</sup>

Assim, com a evolução da complexidade das atividades das empresas, que passaram a envolver de forma significativa operações financeiras, para além das atividades operacionais, o dever de diligência passa a englobar também a necessidade de estabelecimento de comitês consultivos e

4. Tradicionalmente o dever de diligência apresenta um conteúdo predominantemente gerencial e outro predominantemente de supervisão ou de fiscalização. Especificamente sobre o conteúdo fiscalizatório do dever de diligência, se antes ele era interpretado apenas como dever gerencial, atualmente a doutrina e a jurisprudência reconhecem a importância do papel das estruturas de controle interno. Esse entendimento, pela doutrina, do dever de criação de estruturas adequadas de gestão e controle tem inúmeras consequências práticas, trazendo novos desafios e solucionando alguns problemas antigos.

5. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., p. 55.

6. Idem, *ibidem*.

7. Idem, *ibidem*.

de outros mecanismos e procedimentos, ou seja, de “controles internos”.<sup>8</sup> O conteúdo do dever de diligência dos conselheiros passa a contemplar, então, o dever de zelar pela estruturação e adequação dos controles internos e pela capacidade desses controles de impedir determinadas situações ou de gerar sinais de alerta.<sup>9</sup>

Por evidenciar esse novo conteúdo do dever diligência, a referida decisão foi selecionada como estudo de caso único, estratégia de pesquisa adotada por este artigo para analisar o tema do dever de diligência. A pesquisa por caso único implica realizar um estudo em profundidade sobre um caso, por se acreditar que é possível aprender algo a partir dessa análise. Assim, no estudo de caso o objetivo não é apenas se aprofundar nas especificidades do caso em questão, mas também na sua aplicação em outras situações parecidas.<sup>10</sup>

No presente artigo escolhemos trabalhar com o PAS 18/2008 pois, como referido acima, ele trouxe uma mudança de entendimento importante sobre o dever de diligência e discussões relevantes sobre governança. Ademais, ele atende a diversos critérios que influem na escolha de um caso, como sua pertinência teórica com relação ao objetivo da pesquisa, sua exemplaridade e tipicidade, a possibilidade de aprender com ele e sua acessibilidade à investigação.<sup>11</sup>

Como instrumental de análise do caso será usada a teoria da agência. O objetivo do estudo é verificar se a forma de decidir da CVM cumpre com a função de diminuir os custos de agência.<sup>12</sup>

8. Idem, pp. 55-56.

9. Idem, p. 56.

10. Álvaro P. Pires, “Amostragem e pesquisa qualitativa: ensaio teórico e metodológico”, in Jean Poupart *et al.*, *A Pesquisa Qualitativa – Enfoques Epistemológicos e Metodológicos*, 4ª ed., Petrópolis, Vozes, 2014, p. 180.

11. Idem, p. 183.

12. Nesse sentido, Reinier Kraakman *et al.* afirmam que a perspectiva de análise, a partir da teoria

O presente artigo se propõe, portanto, a examinar se a interpretação do dever de diligência conferida pela CVM no “caso Sadia” pode contribuir para diminuir os custos de agência nas companhias. Isto é, se a responsabilização dos agentes pelas falhas de monitoramento e pela implementação de estruturas efetivas de governança, exigindo a efetividade dos instrumentos de controle, é um ponto relevante para a diminuição dos custos discutidos pela teoria da agência.

## 2. O Processo Administrativo Sancionador/PAS 18/2008

O PAS 18/2008 foi instaurado na CVM para a apuração “de responsabilidade dos administradores da Sadia S/A por eventuais irregularidades relacionadas a operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos e na divulgação de informações pela companhia”, em infração aos arts. 153 e 160 da Lei 6.404/1976.

A autarquia teve conhecimento das perdas sofridas pela Sadia S/A por meio da divulgação de Fatos Relevantes, sendo que o primeiro foi publicado em 25.9.2008, informando a decisão da empresa de liquidar antecipadamente operações com derivativos, que ocasionaram perdas de aproximadamente R\$ 760.000.000,00. O segundo foi divulgado no dia seguinte, 26.9.2008, complementando o anterior e informando que as liquidações ocorreram com caixa próprio da Sadia, sendo que a empresa já tinha conseguido garantir a normalidade das operações, por meio da obtenção de linhas de crédito.

Em razão das informações divulgadas, foi instaurado pela CVM o Inquérito

da agência, enxerga no direito societário diferentes estratégias legais para mitigar a vulnerabilidade do principal ao oportunismo de seus agentes (*The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, 3ª ed. Oxford, Oxford University Press, 2017, p. 31).

Administrativo 18/2008, visando a apurar a materialidade e a autoria dos fatos até então observados.

## 2.1 Operações financeiras

A operação de *hedge* como proteção cambial é prática muito utilizada por empresas vulneráveis a variações de câmbio. Isso porque ela atua como um seguro contra as oscilações de preços e câmbios que possam afetar negativamente o desempenho da empresa. Entretanto, a utilização desse instrumento deve ser compatível com a área de atuação, a necessidade de proteção, a limitação de risco e a política financeira da companhia.<sup>13</sup> Em relação ao caso da Sadia S/A, a empresa utilizou os derivativos e estratégias de *hedge* extrapolando a simples defesa das oscilações cambiais, adotando uma posição financeira extremamente especuladora.

Embasada pelo relatório da BDO Trevisan, a acusação concluiu que a Sadia S/A realizava operações com derivativos conhecidas como “2x1” que concentravam 70% de toda sua posição vendida.<sup>14</sup> Tais operações funcionavam da seguinte forma: a empresa acordou com a instituição financeira uma taxa de câmbio pela qual ela venderia seus Dólares mensalmente (*strike*).<sup>15</sup> Caso o câmbio fechasse abaixo do *strike* combinado, a empresa poderia vender uma quantidade “x” de Dólares para a instituição financeiri-

ra.<sup>16</sup> Entretanto, caso o câmbio depreciasse, fechando acima do *strike*, a empresa se tornaria *obrigada* a vender uma quantidade 2x de Dólares à instituição financeira, mantendo a taxa combinada anteriormente.<sup>17</sup>

Dessa forma, em um cenário desfavorável como o de 2008, a Sadia S/A se viu obrigada a vender uma quantidade de Dólares duas vezes maior do que compraria no cenário favorável, a baixo preço. Ademais, assim como na maioria das operações 2x1, a Sadia S/A tinha um limite máximo de lucro que poderia ser acumulado por meio da venda de Dólares, enquanto a recíproca não era válida para a instituição financeira.<sup>18</sup> Consequentemente, a empresa se viu obrigada a vender os Dólares para a instituição financeira, sem limite de perda para ela.

Ainda em relação às operações financeiras, a acusação, por meio da análise dos relatórios formulados pela KPMG Auditores Independentes,<sup>19</sup> concluiu que os relatórios de risco da Sadia S/A se valiam de parâmetros que não constavam na política financeira da empresa para analisar a posição máxima de *hedge*. Além disso, quando foram detectados desenquadramentos nos investimentos, eles não foram corrigidos nos três meses considerados.

Em relação à sua política financeira, a Sadia definia quais eram os responsáveis pelo seu cumprimento. Entretanto, segundo a acusação, a despeito da estrutura complexa e dos inúmeros comitês previstos pela política financeira, não existiam registros de deliberações realizadas nesses comitês. Além disso, a empresa não seguia à risca as políticas de controle de risco previstas: *stop-loss*, controle de alçadas e política de *hedge* e *stress test*.

A política de *stop-loss* era entendida na companhia como parâmetros que limitavam

13. Rodrigo Garcia Barreto, *Operações de Hedge Cambial em Empresas Não Financeiras: um Estudo de Caso das Empresas Aracruz Celulose e Sadia*, dissertação, Rio de Janeiro, FGV/Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, 2011, p. 9.

14. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., pp. 6-7.

15. Rodrigo Garcia Barreto, *Operações de Hedge Cambial em Empresas Não Financeiras: um Estudo de Caso das Empresas Aracruz Celulose e Sadia*, cit., p. 29.

16. Idem, *ibidem*.

17. Idem, *ibidem*.

18. Idem, *ibidem*.

19. Idem, p. 8.

as perdas com as operações financeiras realizadas. O monitoramento era realizado por meio de desvio-padrão.<sup>20</sup> Ocorre que nos casos em que ele fosse extrapolado não havia previsão sobre quem seria o responsável por adotar os procedimentos previstos.

No tocante ao controle de alçadas, para as operações de *hedge* havia limites específicos para as gerências de risco e financeira, para a diretoria executiva e para o comitê financeiro do conselho de administração. Entretanto, a política financeira era vaga e não determinava se esse valor era por contrato, por banco ou por dia. Assim, mais uma vez as respostas dos acusados foram descontraídas, demonstrando a desorganização e falhas dos mecanismos.

Além disso, a acusação concluiu que não havia canais de comunicação entre a gerência de risco e o comitê financeiro, pois aquela se reportava diretamente ao diretor financeiro. Dessa forma, as operações eram realizadas no âmbito na diretoria financeira e não eram devidamente fiscalizadas, sem instrumentos efetivos de controle externo.

Ainda sobre as operações da política financeira, a empresa não aplicava os procedimentos de *stress tests* nas operações de *hedge*. Teoricamente, eles seriam usados para controlar os riscos de mercado, estabelecendo limites, como o de até 20% do patrimônio da Sadia em operações de *hedge* referentes à exposição em moedas.

## 2.2 A decisão da CVM

Conforme as investigações, os administradores da Sadia S/A ficaram sabendo do descumprimento das regras da política financeira da empresa por meios distintos. Nesse

sentido, a acusação pediu a responsabilização dos membros do conselho de administração e de diretores por falta de diligência, por desconhecer a própria estrutura da Sadia e as regras da política financeira da empresa, conforme o art. 153 da Lei 6.404/1976. Ademais, afirma que houve violação ao dever de se informar por parte dos membros dos comitês financeiros e de auditoria.

Segundo a decisão proferida pela CVM, o dever de diligência está relacionado com o dever de monitoramento, que deve levar em consideração a estrutura da empresa, os riscos mais relevantes e as operações mais importantes. Conforme o Relator, Alexandre Broedel Lopes,

“se a realização de operações com derivativos pode levar à descontinuidade da companhia, tais operações, consequentemente, merecem atenção especial nos sistemas de monitoramento”.<sup>21</sup>

Observa-se que a leitura feita pelo Relator não interfere na ideia de *business judgment rule*, afirmada pela doutrina e pela própria CVM. Assim, não está em questionamento a opção de uma empresa como a Sadia de realizar operações financeiras com derivativos, tampouco os próprios prejuízos gerados. A discussão é sobre a diligência dos administradores, a partir da adoção e do monitoramento dos sistemas de controle, bem como a verificação do cumprimento da própria política financeira da empresa.

Em relação aos membros do conselho de administração, conforme a decisão, era seu dever acompanhar os sistemas de monitoramento de riscos, inseridos na política estabelecida na própria companhia. Ocorre que, no caso em tela, as principais distorções ocorriam em função da posição organizacional na empresa. Isto é, os responsáveis pela análise de risco não podiam estar subordinados aos diretores responsáveis pelas

20. O monitoramento era realizado conforme o desvio-padrão anualizado de 5, 30, 180 e 360 dias dos preços dos ativos individualmente (Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., item 29 do inquérito).

21. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., p. 42.

operações financeiras. Assim, apesar de a política financeira instituir um sistema que, em teoria, era completo, formado por vários comitês, além de funcional, na prática ele não protegeu a continuidade da empresa.

Dessa forma, para agir com diligência, os conselheiros tinham o dever de se informar, de conhecer o fluxo dos sistemas de controle de riscos e, conseqüentemente, conhecer a ineficiência do modelo. Isto é, se eles conhecessem o controle da política financeira da empresa e não tivessem se restringido às informações passadas pela diretoria, teriam percebido que essa estava agindo a seu livre-arbítrio, visto que nenhum órgão independente a fiscalizava.

Conforme a decisão da CVM e o voto do Relator, os sistemas de controle deveriam servir para que os atos da diretoria fossem monitorados pelo conselho de administração.<sup>22</sup> Ao negligenciar as falhas existentes no modelo do sistema de controle, os conselheiros deixaram de cumprir seu dever de informar e de monitorar os controles internos da Sadia e os atos praticados pela diretoria.

Já, em relação aos conselheiros que eram partes dos comitês financeiro e de auditoria a principal falha foi em relação ao dever de se informar, corolário do dever de diligência. Se faltavam informações, a obrigação deles era investigar, vale dizer, procurar novas fontes sobre o descumprimento da política financeira da empresa.

Especificamente em relação ao comitê de auditoria, seu papel era “monitorar os sistemas de gerenciamento de riscos do ambiente de controles internos da sociedade”<sup>23</sup> e verificar os “controles internos eficazes, promovendo o seu permanente monitoramento”.<sup>24</sup> Assim, a responsabilidade dos seus membros pela ineficácia dos controles internos, que atrapalhava diretamente o monitora-

mento do enquadramento das operações na política financeira, é agravada. Já, no tocante ao diretor financeiro a decisão se concentrou na violação do dever de diligência pela inobservância dos limites estabelecidos na política financeira da empresa.

A fundamentação da decisão da CVM no PAS 18/2008 explicita os deveres decorrentes da instituição de novas operações financeiras que podem afetar a estrutura da empresa. Conforme a autarquia, não é suficiente adotar o discurso de governança sem avaliar sua real efetividade e capacidade de lidar com a nova realidade financeira da empresa.

Segundo o voto de Otávio Yazbek no caso da Sadia S/A, as operações com derivativos exigiam uma política mais elaborada, isto é, a simples instituição de limites para os riscos não era suficiente.<sup>25</sup>

Além disso, conforme o diretor, em razão da dificuldade de fiscalização direta, a tendência hoje é a criação de mecanismos de controle, como os comitês, que permitem a análise da realidade de modo informado. Ocorre que, nesse caso, a responsabilidade dos conselheiros deve ser com a “adequação dos controles internos, com a capacidade que estes têm de impedir determinadas situações ou de gerar sinais de alerta”.<sup>26</sup>

Assim, conclui o diretor que a mera instituição de instrumentos de monitoramento, ou dos próprios comitês, não exime os conselheiros da responsabilidade. Para que eles ajam de forma diligente os mecanismos devem ser eficazes e adequados para o controle das operações.

Por fim, o Colegiado decidiu responsabilizar os conselheiros e diretores da Sadia S/A por violação ao dever de diligência, conforme o art. 153 da Lei 6.404/1976, à exceção dos dois conselheiros que se desligaram antes e de outros dois que assumiram

22. Idem, item 45 do voto do Relator.

23. Idem, p. 48.

24. Idem, *ibidem*.

25. *Ibidem*, p. 55.

26. Idem, p. 56.

suas atribuições no conselho de administração depois de abril/2008. Nesses casos todos foram absolvidos, por inexistência nos autos de informações que permitissem sua responsabilização.

### 2.3 Acórdão do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional/CRSFN

O acórdão do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional/CRSFN julgou o Recurso de Ofício 13.310 em razão da absolvição dos quatro conselheiros, no PAS 18/2008. Nesse sentido, foi mantida a decisão da CVM tanto a favor da absolvição de conselheiros que não integravam o conselho de administração na época das operações investigadas quanto em relação à leitura do dever de diligência como dever de monitoramento.

### 2.4 O dever de diligência

A decisão da CVM no “caso Sadia” adota uma interpretação importante sobre o dever de diligência. De acordo com a fundamentação dos votos, a nova realidade das empresas e o contexto extremamente complexo em que elas estão inseridas exigem novos contornos em relação aos deveres dos administradores.

Nessa linha, dentre os principais pontos do acórdão destacam-se: (a) a reafirmação da aplicação do *business judgment rule*,<sup>27</sup> interpretação vista por todos os diretores como correta e atual; e (b) a adoção e o monitoramento dos sistemas de controle como deveres dos administradores.

Em relação à adoção de sistemas de controle, segundo Otávio Yazbek,<sup>28</sup> o dever

27. Sobre o tema da *business judgment rule*, v.: Mariana Pargendler, “Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no Direito Brasileiro”, RT953/51-74, São Paulo, Ed. RT, 2015.

28. Otávio Yazbek, “Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira:

dos conselheiros de fiscalizar tem, hoje, um caráter mais “sintético”. Desse modo, as estruturas de controle interno passam a ter importância fundamental. Em outras palavras: a ideia de monitoramento direto passa a ser substituída pelo monitoramento a partir da constituição de estruturas adequadas de gestão e controle.<sup>29</sup>

No “caso Sadia”, conforme a acusação e a decisão da CVM, os comitês eram inoperantes, a empresa não seguia a política de controle de riscos e a diretoria financeira não era fiscalizada. Tais problemas eram decorrentes do desconhecimento da estrutura da companhia, do desinteresse, pelos conselheiros, na obtenção de informações e, principalmente, pela distorção da posição organizacional da empresa e pelas falhas nos sistemas de controle.

Dessa forma, a decisão da autarquia foi a de analisar o dever de diligência a partir da adoção e do monitoramento dos instrumentos de controle. No entanto, como bem frisam Alessandro Broedel Lopes e Otávio Yazbek,<sup>30</sup> não basta que exista o sistema de controle ou que seja implementada a governança na companhia. Isto é: para que os administradores atuem com diligência é necessária a verificação da eficácia desses modelos e dos mecanismos adequados para o controle das operações.

Assim, o conteúdo do dever de diligência passa a ser também zelar pela estruturação dos controles internos *adequados* e em conformidade com a estrutura da empresa.<sup>31</sup> Observa-se, também, que, conforme a decisão da CVM, o dever de acompanhar esses sistemas de monitoramento é do conselho de

um exercício e alguns desafios, in Luiz Fenando Martins Kuyven (org.), *Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*, São Paulo, Saraiva, 2012, p. 955.

29. Idem, p. 956.

30. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit.

31. Idem, pp. 55-56.

administração, de modo que modelos ineficazes constituem violação ao dever de diligência, especialmente do dever de vigiar.<sup>32</sup>

Especificamente quanto aos modelos de monitoramento, basicamente, eles devem observar algumas características – as quais não eram seguidas pela Sadia S/A. Assim, conforme a decisão da CVM: (a) o conselho de administração deve ter acesso às informações da empresa; (b) os comitês especializados devem ser operantes e atuar com independência; (c) a competência e as atividades dos comitês especializados devem ser bem definidas; (d) a posição organizacional da empresa deve ser bem delimitada.<sup>33</sup>

### 2.5 Governança corporativa e mecanismos de controle

A decisão da CVM no PAS n. 18/2008 dialoga com a literatura sobre governança corporativa. A governança corporativa é entendida como o conjunto de instrumentos que disciplina as relações entre os investidores da empresa e seus gestores.<sup>34</sup> Sua grande preocupação associa-se diretamente à teoria da agência, visto que ela busca que a atuação dos agentes se dê sempre no interesse de acionistas e terceiros vinculados à atividade empresarial.

Como já apresentado, a decisão da CVM no PAS 18/2008 trata justamente sobre a ineficácia dos mecanismos de governança implementados pela Sadia S/A. As falhas no sistema de controle da empresa, o não funcionamento de seus comitês, a falta de fiscalização da diretoria e o desconhecimento

da estrutura pelos próprios membros do conselho de administração culminaram no descumprimento da política financeira da própria empresa e, conseqüentemente, em vultosos prejuízos financeiros.

Dentre os princípios da governança corporativa estão os deveres fiduciários dos administradores.<sup>35</sup> Em relação ao dever de diligência, os administradores não podem apenas tomar decisões de forma informada, pois, em um contexto de governança, ser diligente implica uma postura proativa na fiscalização e no monitoramento da empresa.<sup>36</sup>

Nesse sentido, para agir com diligência, o conselho de administração precisa monitorar a empresa internamente, revisando continuamente a estrutura de controle e assegurando que as funções e atribuições de cada agente estejam claras dentro da companhia.<sup>37</sup> O papel exercido pelos conselheiros é, assim, fundamental para a boa governança corporativa, visto que são eles que orientam, fiscalizam e avaliam a atuação da diretoria.<sup>38</sup>

Desse modo, uma das recomendações para que os conselheiros exerçam suas funções é a constituição de comitês para a discussão de assuntos específicos.<sup>39</sup> No caso da Sadia S/A, a despeito da previsão pela política financeira, os comitês não eram atuantes, o que contribuiu diretamente para a ineficácia do sistema de controle da empresa.

As falhas no sistema de governança na Sadia S/A estavam ligadas a problemas nos

35. Michael W. Peregrine, “Why Enron remains relevant”, Harvard, 2016, disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/02/why-enron-remains-relevant> (acesso em 15.12.2016).

36. Alexandre Couto Silva, *Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2007, p. 7.

37. Idem, pp. 7-8.

38. Mario Engler Pinto Jr., “A governança corporativa e os órgãos da administração”, cit., in Maria Eugênia Reis Finkelstein e José Marcelo Martins Proença (coords.), *Gestão e Controle*, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 103.

39. Idem, p. 104.

32. Idem, p. 45.

33. Larissa Teixeira Quattrini, *Os Deveres dos Administradores de Sociedades Anônimas Abertas: Estudo de Casos*, São Paulo, Saraiva, 2012, p. 217.

34. Mario Engler Pinto Jr., “A governança corporativa e os órgãos da administração”, in Maria Eugênia Reis Finkelstein e José Marcelo Martins Proença (coords.), *Gestão e Controle*, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 78.



controles internos da empresa, os quais são entendidos como processos implementados pela administração de uma companhia voltados a promover com garantia os objetivos específicos da empresa.<sup>40</sup> Um sistema de controle de gestão deve direcionar o comportamento dos administradores para o cumprimento dos objetivos da empresa, especialmente para que esses não ajam com má-fé, negligência ou incompetência.<sup>41</sup> Além disso, ele deve exercer algumas formas de controle de risco, que claramente eram ineficazes no “caso Sadia”.

O chamado controle de desempenho é meio de garantir que os recursos mobilizados pela empresa sejam aplicados de modo a trazer resultados para os acionistas, conforme a expectativa deles e a política de risco instituída pela empresa.<sup>42</sup> Já, o controle da veracidade e da qualidade da informação assegura que os gestores responsáveis por comunicar os acionistas sobre as principais operações da empresa não irão omitir, distorcer ou atrasar as informações.<sup>43</sup>

Ademais, quando se discute governança e mecanismos de controle, algumas questões devem ser lavadas em consideração, dentre as quais estão: (a) os papéis do conselho de administração e da diretoria para a consoli-

dação de um ambiente de controle eficaz e eficiente no gerenciamento de riscos; (b) a separação entre as funções do conselho de administração e as da diretoria na implementação dos mecanismos de controle; (c) a fiscalização da atuação da diretoria nos procedimentos de gestão de risco e na aderência aos modelos criados; e (d) o papel da auditoria interna e dos comitês.<sup>44</sup>

A análise do “caso Sadia” mostra, justamente, como uma empresa desprovida dos sistemas de controle apresenta falhas nos pontos centrais elencados acima.<sup>45</sup> A Decisão da CVM 18/2008 demonstra como os conselheiros não tinham informações sobre as operações financeiras e sobre a própria estrutura da empresa, como os comitês eram inoperantes, como a auditoria interna era ineficaz para detectar fraudes e, por fim, como a diretoria não era monitorada, visto que o gerente de risco – responsável por fiscalizá-la – estava a ela subordinado.

### 3. A teoria da agência e os deveres fiduciários

Uma forma de análise do dever de diligência – e, de forma mais genérica, dos deveres fiduciários – está baseada em parte da literatura societária que afirma que uma

40. Sebastião Bergamini Jr., “Controles Internos como um instrumento de governança corporativa”, *Revista do BNDES* 12/162, n. 24, 2005, disponível em <http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/bergamini-2005.pdf> (acesso em 15.12.2016).

41. Martin Hellwig, “On the economics and politics of corporate finance and corporate control”, in Xavier Vives (ed.), *Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000.

42. Nilton Cano Martin, Lillian Regina Santos e José Maria Dias Filho, “Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria”, *Revista Contabilidade & Finanças* 34/9, janeiro/2004, disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772004000100001](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000100001) (acesso em 15.8.2016).

43. Idem, pp. 9-10.

44. Sebastião Bergamini Jr., “Controles Internos como um instrumento de governança corporativa”, cit., *Revista do BNDES* 12/163.

45. De modo similar, uma das lições do “caso Enron” é sobre como o conselho de administração não está imune a conduzir a governança da empresa de forma problemática. Além disso, ele está sujeito também a falhar na implementação adequada dos controles e a resolver os problemas que merecem atenção. Além disso, outra semelhança entre o “caso Sadia” e o norte-americano é a falha do conselho em apreciar informações de uma transação específica que tinha potencial para prejudicar muito a empresa, como ocorreu em ambos os casos (Michael W. Peregrine, “Why Enron remains relevant”, cit., disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/02/why-enron-remains-relevant> (acesso em 15.12.2016)).

das funções do direito societário consiste em controlar os conflitos de interesse existentes entre os órgãos e agentes das companhias; conflitos, esses, que possuem o caráter de problemas de agência.<sup>46</sup> Tal perspectiva analisa o direito societário a partir de ferramentas teóricas advindas da teoria econômica, buscando verificar como diferentes estratégias legais podem endereçar problemas de agência.

A análise que apresentamos a seguir parte, justamente, dessa perspectiva teórica. Para tanto, buscaremos apresentar o que se entende por *problema de agência*, quais são os custos de agência e como os deveres fiduciários se relacionam com esse problema.

### 3.1 O problema de agência

A teoria da agência está baseada na definição do problema de agência desenvolvida por Jensen e Meckling.<sup>47</sup> Esse problema parte da compreensão da relação de agência, sendo essa definida pelos referidos autores como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (denominadas principal) incumbem outra pessoa (denominada agente) para realizar alguma atividade em seu nome e em seu interesse. Naturalmente, determinar essa incumbência envolve delegar poder ao agente para que esse tome decisões em nome do principal.

O problema de agência decorre, assim, da percepção desenvolvida por Jensen e Meckling<sup>48</sup> de que, sendo as duas partes, agente e principal, atores econômicos que buscam maximizar sua utilidade, há boas

razões para se afirmar que o agente nem sempre irá atuar no melhor interesse do principal. Assim, o problema de agência está em motivar o agente para atuar no interesse do principal, e não apenas com base no seu próprio interesse.<sup>49</sup>

O cerne da dificuldade verificada nessa relação, e que conduz ao problema de agência, decorre do fato de que o agente geralmente está mais bem informado do que o principal a respeito dos fatos relevantes de uma dada situação. Além disso, é difícil para o principal assegurar-se de que o agente está atuando conforme o acertado. Diante desses dois fatores, portanto, o agente possui incentivos para atuar de forma oportunista.<sup>50</sup> Ou seja, o agente pode ficar tentado a privilegiar seus próprios interesses, em detrimento do interesse do principal.<sup>51</sup>

No âmbito do direito societário, especificamente, podem surgir três tipos de problemas de agência. O primeiro destes envolve o conflito entre os proprietários da sociedade (acionistas) e seus administradores. Neste caso, os proprietários correspondem ao principal e os administradores são os agentes. O problema de agência está, portanto, em assegurar que os administradores atuem no interesse dos acionistas, ao invés de perseguirem seus próprios interesses.<sup>52</sup>

Já, o segundo problema de agência envolve, de um lado, os acionistas majoritários ou controladores e, de outro, os acionistas minoritários ou não controladores. Nesta modalidade de problema de agência os primeiros figuram como agentes e os últimos

46. Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, cit., 3ª ed., p. 29.

47. Michael C. Jensen e William H. Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3/305-360. N. 4, 1976, disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043), p. 5 (acesso em 20.10.2016).

48. Idem, *ibidem*.

49. Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, cit., 3ª ed., p. 29.

50. Idem, *ibidem*.

51. Robert H. Sitkoff, "An economic theory of fiduciary law", in Andrew Gold e Paul Miller (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford, Oxford University Press, 2014, p. 3.

52. Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, cit., 3ª ed., pp. 29-30.

como principais. Dessa forma, o problema de agência consiste em assegurar que os acionistas controladores atuem no interesse dos acionistas não controladores.<sup>53</sup>

A terceira modalidade de problema de agência, por sua vez, envolve um conflito entre a própria sociedade e outras partes com as quais esta se relaciona, tais como credores, funcionários e consumidores. Neste caso, o desafio consiste em assegurar que a sociedade, enquanto agente, não atue de forma oportunista com relação aos interesses desses diversos outros principais.<sup>54</sup>

No contexto societário brasileiro o problema de agência é verificado especialmente entre acionistas controladores (agentes) e minoritários (principal), visto que a grande maioria das companhias abertas aqui tem acionista(s) majoritário(s) detentor(es) da maioria do capital votante. O problema de agência verificado no contexto brasileiro, portanto, ocorre na medida em que o acionista controlador, ao participar da gestão da companhia enquanto tal, também deve atuar como representante dos interesses dos acionistas minoritários. Porém, existem diversas situações em que determinada ação pode privilegiar os interesses do acionista controlador em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários.<sup>55</sup>

Todas essas modalidades, portanto, representam facetas variadas do problema de agência. Em todas essas, para dar conta das dificuldades acima expostas, tanto agentes quanto principais incorrem em custos. Esses são denominados *custos de agência* e serão abordados a seguir.

### 3.2 Os custos de agência

Para limitar a possibilidade de ocorrência desse desalinhamento de interesses

53. Idem, *ibidem*.

54. Idem, p. 30.

55. Érica Cristina Rocha Gorga, *Direito Societário Atual*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2013, pp. 55-56.

entre agente e principal, Jensen e Meckling<sup>56</sup> observam que o principal pode estabelecer incentivos para o agente, bem como pode monitorar suas atividades. Por sua vez, o agente também pode criar mecanismos para garantir que não irá tomar certas atitudes que possam prejudicar os interesses do principal.

Porém, os autores observam que o principal não consegue assegurar que o agente tomará boas decisões (do ponto de vista do principal) a um custo zero. Nesse sentido, nas relações de agência tanto o principal quanto o agente irão incorrer em custos de monitoramento e em *bonding costs*, sendo que mesmo incorrendo em tais custos ainda poderão existir divergências entre as decisões tomadas pelo agente e as decisões que potencialmente privilegiariam o interesse do principal.<sup>57</sup>

Diante disso, Jensen e Meckling definem os custos de agência como a soma dos custos de monitoramento suportados pelo principal; dos *bonding costs* suportados pelo agente; e da perda residual. A análise realizada por Jensen e Meckling tem como foco os custos de agência decorrentes da relação entre acionistas (principal) e administradores das companhias (agentes). Passamos, então, a expor como esses custos de agência se verificam nessa relação.

Primeiramente, os custos de monitoramento consistem nos custos incorridos pelos acionistas para monitorar a atuação dos administradores. Jensen e Meckling<sup>58</sup> sustentam que é possível dispender recursos para alterar a oportunidade que os administradores têm para extrair benefícios não pecuniários. Como exemplos de métodos que

56. Michael C. Jensen e William H. Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", cit., *Journal of Financial Economics* 3/305-360, disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043), p. 6 (acesso em 20.10.2016).

57. Idem, p. 5.

58. Idem, p. 26.

podem atingir esse feito os autores citam a realização de auditorias, o estabelecimento de sistemas de controle formais, restrições de orçamento, bem como a definição de sistemas de incentivos baseados em remuneração. Essas atividades de monitoramento e controle, segundo os autores, servem para aproximar os interesses dos administradores aos interesses dos acionistas.<sup>59</sup>

Já, o que os autores definem como *bonding costs* deriva da possibilidade de os administradores despenderem recursos para garantir aos acionistas que eles (administradores) irão limitar suas atividades que custam para a companhia um montante específico. Esses *bonding costs* assumem formas como garantias contratuais para se ter as contas da companhia auditadas por um contador, compromisso explícito assumido pelos administradores contra a prática de atos ilegais e, ainda, limitações contratuais ao poder de decisão dos administradores.<sup>60</sup>

Vistos quais são os custos de agência existentes na relação entre administradores e acionistas, passamos a identificar um mecanismo legal que pode vir a mitigar esses custos.

### 3.3 O problema de agência e os deveres fiduciários

Como referido anteriormente, a análise que este artigo pretende apresentar consiste em verificar se e como o dever de diligência tal qual o estabelecido no “caso Sadia” contribui para diminuir os custos de agência. Essa forma de análise, portanto, enquadra-se em parte da literatura que reconhece que o Direito pode desempenhar um importante papel em reduzir custos de agência.<sup>61</sup>

59. Idem, ibidem.

60. Idem, pp. 28-29.

61. Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, cit., 3ª ed., p. 30.

Nesse sentido, ao buscar endereçar problemas de agência o direito societário apresenta um conjunto básico de estratégias legais. Tais estratégias, nessa perspectiva teórica, buscam mitigar a vulnerabilidade dos principais ao oportunismo dos agentes.<sup>62</sup>

Assim, antes de analisar se e, em caso positivo, como o dever de diligência na forma estabelecida no “caso Sadia” contribui para diminuir os custos de agência, é preciso observar como o dever de diligência, enquanto dever fiduciário, funciona como estratégia legal para lidar com o problema de agência.

A esse respeito destacam-se dois trabalhos principais, os quais foram desenvolvidos por Cooter e Freedman (1991) e por Easterbrook e Fischel (1993), inspirados a partir da teoria da agência. Esses trabalhos representam a base da teoria econômica das relações fiduciárias.<sup>63</sup>

De forma geral, essa teoria observa que problemas de agência são característicos de relações fiduciárias, dentre as quais está a relação entre os acionistas de uma companhia e seus administradores. Isso porque, idealmente, para o beneficiário/principal essa relação seria governada por regras específicas, que delimitassem como o fiduciário/ agente deveria atuar no melhor interesse do principal. Ocorre que nesse tipo de relação não é possível definir antecipadamente o comportamento específico desejado do agente. Além disso, um monitoramento constante da atuação do fiduciário/agente, que protegeria o beneficiário/principal, é geralmente custoso ao nível de ser proibitivo.<sup>64</sup>

62. Idem, p. 31.

63. Robert H. Sitkoff, “An economic theory of fiduciary law”, cit., in Andrew Gold e Paul Miller (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, p. 1.

64. Robert Cooter e Bradley J. Freedman, “The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences”, *New York University Law Review* 66/1.046-1.047, 1991, disponível em <http://scholarship.law.berkeley.edu/facpubs/1330> (acesso em 1.11.2016).

Desse caráter econômico das relações fiduciárias, então, decorre o questionamento de como induzir uma parte a fazer o que está no interesse de outra sem definir anteriormente de forma expressa o que deve ser feito. De acordo com a teoria econômica das relações fiduciárias, são os deveres fiduciários que podem dar conta dessa tarefa.<sup>65</sup>

Nessas relações a imposição de obrigações fiduciárias é indicada para a mitigar o problema de agência. Isso porque, ainda que o agente possua ampla discricionariedade para atuar, sua conduta pode, com a imposição de deveres fiduciários, ser posteriormente avaliada pelo principal. Ou seja: é possível verificar *a posteriori*, com base em deveres fiduciários, se a decisão tomada pelo agente se deu no melhor interesse do principal.<sup>66</sup>

Nesse sentido, o papel principal da obrigação fiduciária é de dissuasão. Tendo em conta a possibilidade de ser posteriormente responsabilizado por não ter atuado no interesse do principal, o agente induz sua atuação em prol do atendimento ao interesse do principal.<sup>67</sup> Além disso, o papel do dever de diligência com relação ao problema de agência também é verificado na medida em que esse problema decorre da impossibilidade de se definir contratual e antecipadamente a forma de atuação do agente. O dever de diligência consiste, então, em um padrão que permite ser decidido posteriormente se, tendo em conta todas as circunstâncias do caso concreto, o agente atuou de acordo com o que as partes teriam acordado antecipadamente caso isso fosse possível.<sup>68</sup>

Nesse sentido, os deveres fiduciários reduzem os custos de transação. Isso porque, ao invés de tentarem antecipadamente

determinar contratualmente todas as formas de atuação para cada contingência futura, as partes necessitam apenas endereçar as contingências que sejam importantes o suficiente para justificar os custos de transação envolvidos em se determinar uma provisão expressa. Para todas as outras o dever fiduciário irá preencher a lacuna contratual.<sup>69</sup>

Tendo observado como, na perspectiva teórica adotada, o dever de diligência pode endereçar o problema de agência, passamos a analisar se, e de que forma, a decisão da CVM potencialmente reduz os custos de agência verificados na relação entre os administradores da companhia e seus acionistas.

#### **4. A decisão da CVM no PAS 18/2008 sob a ótica da teoria da agência**

Como observado anteriormente, a decisão do colegiado da CVM no PAS 18/2008 responsabilizou membros do conselho de administração e o diretor financeiro da Sadia S/A por descumprimento de seu dever de diligência, verificado em operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas em 2008, as quais geraram perdas importantes para a companhia, chegando a comprometer sua continuidade. Para sustentar tal responsabilização, a referida decisão conferiu determinado conteúdo ao dever de diligência dos administradores. Passamos, então, a analisar se, e como, este conteúdo conferido ao dever de diligência potencialmente reduz os custos de agência observados na relação entre administradores e acionistas.

De forma geral, no caso em questão o colegiado da CVM sustentou fazerem parte do conteúdo do dever de diligência dos membros do conselho de administração os deveres de monitoramento, de se informar e de investigar. A Sadia, de acordo com o referido voto, possuía uma política de riscos bem definida, tendo ficado claro – a partir da análise de demonstrações financeiras da companhia – que

65. Idem, p. 1.047.

66. Robert H. Sitkoff, “An economic theory of fiduciary law”, cit., in Andrew Gold e Paul Miller (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, p. 6.

67. Idem, ibidem.

68. Idem, p. 7.

69. Idem, ibidem.

as operações realizadas não se enquadravam na política financeira estabelecida. Decorre dessa constatação a conclusão de que os controles estabelecidos na política financeira da companhia não foram cumpridos ou, se realizados, não eram eficazes para impedir a realização de operações que colocassem em risco valores significativos do patrimônio líquido da companhia.<sup>70</sup>

Conforme destacado pelo Relator do caso, em uma situação em que operações com derivativos podem levar à descontinuidade da companhia, tais operações devem ser objeto de um sistema de monitoramento. Nesse caso, portanto, faz parte do dever de diligência dos conselheiros de administração o dever de monitorar (ou dever de vigiar) a eficácia dos sistemas de gestão de risco utilizados pela companhia, bem como sua adequação à política de riscos da companhia.<sup>71</sup> O conselho de administração deve zelar para que sistemas de controle apropriados estejam em operação. Assim, conforme destacado pelo Relator do caso, a existência de sistemas de monitoração e controle de riscos inoperantes ou ineficazes constitui violação ao dever de diligência e, de forma mais específica, ao seu componente do dever de monitorar.<sup>72</sup> Tendo o colegiado da CVM entendido que o sistema adotado pela Sadia não poderia cumprir essa função, foram os membros do conselho de administração responsabilizados por violação ao dever de diligência.

Passamos, então, a analisar se este conteúdo do dever de diligência reduz, potencialmente, os custos de agência. Entendemos que sim, e que este conteúdo específico do dever de diligência pode atuar na redução dos custos de monitoramento suportados pelos acionistas das companhias. Isso porque, como acima referido, buscando garantir que

os administradores de uma companhia atuam com base em seus interesses, os acionistas incorreriam em custos de monitoramento da atuação desses administradores. Ou seja, teriam que dispender recursos para verificar se os administradores estão, ou não, atuando em seu interesse.

Porém, tais custos podem ser reduzidos com a defesa do conteúdo do dever de vigiar defendido pelo colegiado da CVM no caso em questão. A decisão desse caso, ao sustentar e afirmar que é responsabilidade dos membros do conselho de administração adotar e monitorar sistemas de controle da atuação da diretoria, de certa forma libera os acionistas dessa função, desse custo de monitoramento, a qual passa a ser responsabilidade dos membros do conselho de administração, os quais irão responder por falta ao dever de diligência caso não cumpram essa função.

Outro componente do dever de diligência defendido pelo colegiado da CVM no caso em questão refere-se ao dever de se informar. Esse dever compreende a obrigação dos conselheiros de obter as informações necessárias para o desenvolvimento do negócio ou, de forma mais específica, de conhecer o fluxo de informações atrelado ao exercício do controle da política financeira da companhia. De acordo com a decisão, caso os conselheiros tivessem cumprido com seu dever de informar, teriam notado que a diretoria financeira estava agindo conforme seu livre arbítrio, pois os controles estabelecidos não previam um órgão independente que pudesse reportar ao conselho de administração a conduta tomada pela diretoria financeira. Assim, o Colegiado sustentou que os conselheiros não cumpriram seu dever de diligência, pois não se informaram sobre o funcionamento do controle de risco da companhia e, em função disso, não observaram sua ineficácia.<sup>73</sup>

70. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., fls. 44.

71. *Idem*, fls. 42-43.

72. *Idem*, fls. 45.

73. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., fls. 46.

A afirmação desse conteúdo do dever de diligência pelo colegiado da CVM também contribui potencialmente para a redução do custo de monitoramento suportado pelos acionistas. Isso porque para que a função de monitoramento possa ser devidamente exercida é preciso ter informação. Sem informação adequada não há monitoramento adequado. Dessa forma, sustentar o dever dos conselheiros de se informar, potencialmente, aumenta a efetividade do cumprimento do seu dever de monitorar, o que, como sustentado acima, desincumbe os acionistas do custo de monitoramento.

Ainda, no caso em questão, o colegiado da CVM afirma o dever de investigar como conteúdo do dever de diligência dos membros do conselho de administração que também participam dos comitês de auditoria e de finanças. Este dever, por sua vez, impõe aos conselheiros o dever de analisar criticamente as informações que lhes são fornecidas, bem como de verificar se é necessário complementar essas informações.<sup>74</sup>

Também com relação a este conteúdo específico do dever de diligência observamos ser esse potencialmente hábil a reduzir o custo de monitoramento suportado pelos acionistas. Isso ocorre pois a defesa da obrigação dos membros do conselho de administração, quando integrarem comitês específicos, de investigar, buscando informações complementares quando as que lhes forem fornecidas são insuficientes, corrobora a qualidade e a eficácia da sua função de monitorar a atuação dos diretores.

No mesmo sentido está a verificação do dever de diligência do diretor financeiro da companhia. Sendo o diretor financeiro o responsável pela realização de operações que ultrapassavam os limites estabelecidos pela política da empresa, configurada está sua falta de diligência. Conforme a decisão referida, o diretor financeiro teria sido diligente no caso

de ter utilizado corretamente os instrumentos de controle definidos pela companhia, justamente para protegê-la de eventos relacionados às operações com instrumentos financeiros. Assim, por não ter seguido a política financeira, o diretor financeiro descumpriu seu dever de diligência.<sup>75</sup>

Nesse caso, também observamos que o referido conteúdo do dever de diligência potencialmente reduz os custos de monitoramento suportados pelos acionistas, pois afirma a necessidade de cumprimento de políticas financeiras estabelecidas pela companhia para garantir seu interesse (dos acionistas). Essa leitura do dever de diligência, potencialmente, garante aos acionistas que, existindo uma política que privilegia seus interesses, essa será devidamente observada pelos administradores da companhia, pois caso contrário serão esses responsabilizados por descumprimento de seu dever fiduciário de diligência.

Assim, o conjunto dos deveres de monitorar, de se informar e de investigar, enquanto componentes do dever de diligência dos conselheiros, potencialmente reduz o custo de monitoramento dos acionistas. Isto é: no caso de inexistência desses deveres, caberia aos acionistas a função de monitorar os administradores, para buscar garantir que estes atuem em seu interesse. Porém, com a afirmação do dever de diligência dos membros do conselho de administração nos termos acima expostos, podem os acionistas se liberar desse custo de monitoramento, tendo em vista que existe um órgão legalmente incumbido dessa função, podendo seus membros ser devidamente responsabilizados caso deixem de cumprir com tais deveres.

## 5. Conclusão

A decisão da CVM no Processo Administrativo Sancionador 18/2008 tratou do

74. Idem, fls. 49.

75. Idem, ibidem.

dever de diligência por parte dos administradores a partir da ideia de monitoramento, conferindo novo conteúdo ao dever de diligência.

No “caso Sadia” os comitês eram inoperantes, a empresa não seguia sua própria política financeira e a diretoria financeira não era fiscalizada. Dessa forma, a CVM decidiu que as falhas no acompanhamento dos sistemas de monitoramento e os modelos ineficazes de controle constituíram violação ao dever de diligência pelos administradores.

Este artigo pretendeu verificar se essa interpretação do dever de diligência estabelecida pela CVM no “caso Sadia” pode contribuir para diminuir os custos de agência. Concluímos que sim, por algumas razões. Em relação ao dever de monitoramento, como a decisão sustenta que a responsabilidade de adotar sistemas de controle e monitorar a eficácia dos sistemas de gestão de risco é dos membros do conselho de administração, os acionistas são liberados dessa função.

Quanto ao dever de se informar, a posição adotada pelo colegiado da CVM também contribui potencialmente para a redução do custo de monitoramento, pois esse exige informação, e, uma vez que é dever dos conselheiros se informarem, os acionistas são desincumbidos desse custo.

Por fim, no tocante ao dever de investigar, a obrigação dos membros do conselho de administração quando integrarem comitês específicos no sentido de buscar informações complementares, quando necessárias, corrobora os sistemas de controle e a eficácia da sua função, diminuindo os custos de monitoramento.

Assim, a leitura do PAS 18/2008 de que o dever de diligência dos administradores compreende o monitoramento e a adoção de sistemas de controle eficazes pode contribuir para a diminuição dos custos de agência. Isto é: a afirmação do dever de diligência dos administradores como dever de monitorar, de se informar e de investigar pode liberar

os acionistas dos custos de monitoramento, visto que essa função passa a ser reforçada pela decisão administrativa enquanto atribuição de um órgão da empresa, podendo seus membros ser responsabilizados em caso de descumprimento.

### **Bibliografia**

- ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. 2ª tir. São Paulo, Saraiva, 2010.
- BARRETO, Rodrigo Garcia. *Operações de Hedge Cambial em Empresas Não Financeiras: um Estudo de Caso das Empresas Aracruz Celulose e Sadia*. Dissertação. Rio de Janeiro, FGV/Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, 2011.
- BERGAMINI JR., Sebastião. “Controles internos como um instrumento de governança corporativa”. *Revista do BNDES* 12. N. 24. 2005. Disponível em <http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/bergamini-2005.pdf> (acesso em 15.12.2016).
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS/CVM. *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*. Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 14.10.2010. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_1808.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf) (acesso em 10.10.2016).
- COOTER, Robert, e FREEDMAN, Bradley J. “The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences”. *New York University Law Review* 66. 1991. Disponível em <http://scholarship.law.berkeley.edu/facpubs/1330> (acesso em 1.11.2016).
- DIAS FILHO, José Maria, MARTIN, Nilton Cano, e SANTOS, Lílían Regina. “Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria”. *Revista Contabilidade & Finanças* 34. Janeiro/2004. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772004000100001](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000100001) (acesso em 15.8.2016).
- DUARTE JR., Antônio Marcos. “Governança corporativa na PETROBRAS?”. *GV Casos*. vol. 6. N. 1. São Paulo, janeiro-junho/2016. Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv>



- [br/ojs/index.php/gvcasos/issue/view/3440](http://br/ojs/index.php/gvcasos/issue/view/3440) (acesso em 15.12.2016).
- EASTERBROOK, Frank H., e FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Harvard University, 1996.
- FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis, e PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Gestão e Controle*. São Paulo, Saraiva, 2008.
- FISCHER, Daniel, e EASTERBROOK, Frank H. e *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Harvard University, 1996.
- FREEDMAN, Bradley J., e COOTER, Robert. "The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences". *New York University Law Review* 66. 1991. Disponível em [http://scholarship.law.berkeley.edu/fa\\_cpubs/1330](http://scholarship.law.berkeley.edu/fa_cpubs/1330) (acesso em 1.11.2016).
- GOLD, Andrew, e MILLER, Paul (eds.). *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*. Oxford, Oxford University Press, 2014.
- GORGA, Érica Cristina Rocha. *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2013.
- HELLWIG, Martin. "On the economics and politics of corporate finance and corporate control". In: VIVES, Xavier (ed.). *Corporate Governance*. Cambridge, Cambridge University Press, 2000.
- JENSEN, Michael C., e MECKLING, William H. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3/305-360. N. 4. 1976. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043) (acesso em 20.10.2016).
- KRAAKMAN, Reinier, et al. *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*. 3ª ed. Oxford, Oxford University Press, 2017.
- KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo, Saraiva, 2012.
- LEAL, Ricardo, e VALADARES, Sílvia. "Ownership and control structure of Brazilian companies". Disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=213409](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213409) (acesso em 17.9.2016).
- LODI, João Bosco. *Governança Corporativa: o Governo da Empresa e o Conselho de Administração*. 7ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2000.
- MARTIN, Nilton Cano, DIAS FILHO, José Maria, e SANTOS, Lillian Regina. "Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria". *Revista Contabilidade & Finanças* 34. Janeiro/2004. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772004000100001](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000100001) (acesso em 15.8.2016).
- MECKLING, William H., e JENSEN, Michael C. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3/305-360. N. 4. 1976. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043) (acesso em 20.10.2016).
- MILLER, Paul, e GOLD, Andrew (eds.). *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*. Oxford, Oxford University Press, 2014.
- PARGENDLER, Mariana. "Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no Direito Brasileiro". *RT* 953/51-74. São Paulo, Ed. RT, 2015.
- PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Renovar, 2005.
- PEREGRINE, Michael W. "Why Enron remains relevant". Harvard, 2016. Disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/02/why-enron-remains-relevant> (acesso em 15.12.2016).
- PINTO JR., Mário Engler. "A governança corporativa e os órgãos da administração". In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis, e PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Gestão e Controle*. São Paulo, Saraiva, 2008.
- PIRES, Álvaro P. "Amostragem e pesquisa qualitativa: ensaio teórico e metodológico". In: POUPART, Jean, e outros. *A Pesquisa Qualitativa – Enfoques Epistemológicos e Metodológicos*. 4ª ed. Petrópolis, Vozes, 2014.
- PROENÇA, José Marcelo Martins, e FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis (coords.). *Gestão e Controle*. São Paulo, Saraiva, 2008.
- QUATTRINI, Larissa Teixeira. *Os Deveres dos Administradores de Sociedades Anônimas Abertas: Estudo de Casos*. São Paulo, Saraiva, 2012.
- RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo, Quartier Latin, 2006.

- ROSS, Steven. "The economic theory of agency: the principal's problem", *American Economic Review* 63. N. 2. 1973.
- SAITO, Richard, e SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. "Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade". *Revista de Administração de Empresas* 48/79-86. N. 2. 2008. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-75902008000200007](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902008000200007) (acesso em 15.9.2016).
- SANTOS, Lilian Regina, DIAS FILHO, José Maria, e MARTIN, Nilton Cano. "Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria". *Revista Contabilidade & Finanças* 34. Janeiro/2004. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772004000100001](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000100001) (acesso em 15.8.2016).
- SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, e SAITO, Richard. "Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade". *Revista de Administração de Empresas* 48/79-86. N. 2. 2008. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-75902008000200007](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902008000200007) (acesso em 15.9.2016).
- SITKOFF, Robert H. "An economic theory of fiduciary law". In: GOLD, Andrew, e MILLER, Paul (eds.). *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*. Oxford, Oxford University Press, 2014.
- VALADARES, Sílvia, e LEAL, Ricardo. "Ownership and control structure of Brazilian companies". Disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=213409](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213409) (acesso em 17.9.2016).
- VENTORUZZO, Marco, et al. *Comparative Corporate Law*. St. Paul, West Academic, 2015.
- VIVES, Xavier (ed.). *Corporate Governance*. Cambridge, Cambridge University Press, 2000.
- YAZBEK, Otávio. "Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios". In: KUYVEN, Luiz Fenando Martins (org.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo, Saraiva, 2012.