

BETTER GOVERNANCE

A crise financeira e o papel do conselho no monitoramento de riscos

Sandra Guerra

Nov/2009

Introdução

Com a internacionalização dos mercados reais e financeiros e a flexibilização das fronteiras do mundo dos negócios, o ambiente empresarial torna-se cada vez mais complexo, universalizando riscos e turbulências. Por isso, ainda se farão notar, em várias dimensões e por muito tempo, as consequências da crise e o abalo de confiança e credibilidade causados pela ruptura do sistema financeiro internacional¹ – iniciada em 2007 com a inadimplência das subprimes “ninja”¹ e evidenciada a partir de setembro de 2008 com o anúncio da quebra do banco Lehman Brothers.

A Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), em relatório aprovado por seu *Steering Group in Corporate Governance*, em maio de 2009 – *Corporate Governance and the Financial Crisis*² –, destaca que a crise financeira representa um desafio político substantivo para os responsáveis pela formulação de políticas públicas, somente comparável àqueles já trazidos pelas transgressões da Enron e da WorldCom e pelo colapso financeiro da Ásia em 1997.

Há uma relação histórica e direta entre as crises e a posterior adoção de melhores instrumentos de governança corporativa (GC), especialmente aqueles direcionados às empresas de capital aberto. Em 2002, após os escândalos relacionados à qualidade da governança da Enron, WorldCom e Tyco, entre outras empresas norte-americanas, veio a resposta regulatória da Sarbanes-Oxley.

Também no Brasil, a atenção para a governança corporativa passou a crescer exponencialmente após os escândalos corporativos ocorridos nos Estados Unidos, justamente, no período em que eram concluídas as alterações na Lei das Sociedades por Ações. O próprio surgimento do Novo Mercado – segmento de listagem com práticas superiores de governança da BM&FBovespa – representou uma resposta autorregulatória a uma situação crítica de estagnação do mercado de capitais no Brasil.

Existem inúmeros outros exemplos da existência de um ciclo recorrente entre as crises e a assunção de melhores práticas de GC: as crises têm desempenhado, portanto, um papel didático e vem reforçando a necessidade da criação de mecanismos que levem à boa governança das empresas, assegurando mais estabilidade aos mercados e à economia, como aponta e chega a lamentar um dos precursores do movimento de governança corporativa, o advogado Ira Millstein (2009):³

A regulação que segue cada crise poderia ser evitada. Os conselhos deveriam estar em sintonia, ou pelo menos alertas, para a temperança exigida pelo cenário global ou talvez, simplesmente, para o senso comum do que é certo e errado.

Embora não sejam apontadas como a causa única da crise financeira internacional, não tem sido contestado o entendimento de que as falhas de governança corporativa foram significativas. A *International Corporate Governance Network* (ICGN), entidade cujos membros respondem por US\$ 9,5 trilhões em ativos, em seu pronunciamento sobre a crise financeira internacional, em novembro de 2008, destacava essas falhas como relevantes acima

¹ Subprime Ninja – referência ao acrônimo *No Income, No Job and no Assets* usado pelo mercado norte-americano para denominar empréstimos concedidos sem as devidas garantias, de acordo com matéria publicada no jornal *Washington Post* em 14 de março de 2007.

de tudo porque “os conselhos não foram capazes de entender e administrar risco e toleraram incentivos perversos” (ICGN, 2008. p. 1).⁴ Também a OCDE reconheceu que a crise financeira pode ser em grande parte atribuída a falhas e fraquezas em arranjos de governança corporativa, que não foram capazes de salvaguardar da tomada excessiva de risco em empresas do setor financeiro (Kirkpatrick, 2009).⁵

Entre os elementos de GC colocados na berlinda, estão o sistema de remuneração e incentivo de executivos e conselheiros com seu potencial encorajamento à tomada excessiva de risco; a atuação dos órgãos reguladores; o baixo envolvimento e a atitude oportunista de acionistas na busca de resultados de curto prazo, e a capacidade dos conselhos de administração (CA) no monitoramento e administração de riscos.

Neste capítulo vamos focalizar, em particular, a atuação dos CAs, observando a interface deste mecanismo interno de governança com alguns dos demais elementos questionados.

2

Os papéis do Conselho de Administração no sistema de GC

Entre as práticas de governança corporativa, as relativas ao conselho de administração sempre receberam especial atenção por se tratar do principal fórum de decisão das empresas, agindo por delegação de seus acionistas. A relevância atribuída ao CA no sistema de governança corporativa é inquestionável, estando suas práticas e processos entre os primeiros elementos a serem analisados para a determinação do nível de governança de uma empresa, e há muita concordância sobre a essencialidade de sua atuação.

O CA é descrito no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009, p. 29)⁶ como “o principal componente do sistema de governança”, encarregado do processo de decisão do direcionamento estratégico de uma organização. O código explicita que o papel do CA é ser o elo entre a propriedade e a gestão e, dessa forma, orientar e supervisionar as relações da gestão com as demais partes interessadas. A importância do CA entre os mecanismos de governança tem sido ressaltada com base em distintas perspectivas, como enumerado por Guerra (2009a):⁷

- a. Representa o sustentáculo da governança corporativa e o nexo crítico no qual os destinos da companhia são decididos (Clarke, 2007).⁸
- b. É o órgão responsável em última instância por assegurar a integridade da organização em todos os assuntos (Fuller; Jensen, 2002).⁹
- c. Provê a salvaguarda da governança para o capital e gestores e um importante instrumento interno de controle (Baysinger; Hoskisson, 1990).¹⁰
- d. É o órgão-chave de tomada de decisão da corporação em nome dos acionistas e o repositório do máximo poder da empresa (Millstein, 2006).¹¹
- e. Representa o fulcro do sistema da governança e o ponto focal para acionistas e o sistema de mercado (Cadbury; Millstein, 2005).¹²
- f. Está entre os mais veneráveis instrumentos de governança corporativa (Zahra; Pearce, 1989).¹³

Embora acentuem elementos particulares, essas afirmações sobre o CA sempre guardam uma relação com os papéis centrais de direcionamento e controle. O primeiro se refere às decisões sobre o direcionamento estratégico e as políticas e o segundo, à supervisão ou monitoramento dos gestores e do desempenho da empresa. Há ainda um terceiro papel que é o de prestação de serviços e se refere ao aconselhamento e à orientação dos executivos, ao estabelecimento de contatos de interesse ou também à facilitação do acesso da empresa a recursos extras.

A seguir, o Quadro 1 detalha as atividades do CA e as relaciona aos papéis mais frequentemente mencionados na literatura. Algumas dessas atividades estão previstas no Código de Melhores Práticas do IBGC (2009),¹⁴ assim como estavam na sua versão anterior (IBGC, 2004),¹⁵ ou mesmo na Lei das Sociedades por Ações (1976),¹⁶ ainda que com outra linguagem. Os distintos rótulos usados pelos diversos autores para os papéis não são sempre comparáveis. Alguns referem-se, por exemplo, ao papel estratégico do CA, enquanto aqui é adotado o rótulo de direcionamento para englobar as atividades relacionadas à definição de estratégia e também ao estabelecimento das políticas essenciais da empresa.

Quadro 1 - Atividades do CA associadas aos papéis.

Papel associado à atividade		Atividade
Controle	1	Contratar e demitir o presidente executivo (CEO).
	2	Aprovar a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO).
	3	Aprovar a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão enviados à Assembleia de Acionistas.
	4	Avaliar e monitorar o desempenho dos executivos e da empresa.
	5	Discutir e direcionar assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa.
	6	Definir a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados.
	7	Supervisionar o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas.
	8	Monitorar os riscos da empresa.
	9	Indicar e substituir os auditores independentes.
Direcionamento	10	Tomar de fato as decisões sobre a estratégia da empresa
	11	Tomar decisões (ou as propor para a Assembleia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos.
	12	Ocupar-se com e liderar os assuntos relativos à governança da empresa.
	13	Aprovar o código de conduta e o regimento interno do CA.
Serviço	14	Estabelecer contatos com a rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa.
	15	Facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo.
	16	Fornecer conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados.
	17	Exercer o papel de representação institucional da empresa.

Fonte: Guerra (2009a, p.46)

Citando o modelo de 1991 de Hilmer e Tricker, Clarke (2007)¹⁷ destaca a tensão entre as demandas competitivas dos conselhos: têm de monitorar o presente, enquanto olham o futuro; e supervisioná-lo ao mesmo tempo em que decidem a estratégia. Essa perspectiva, segundo ele, é “um lembrete dos papéis e responsabilidades multidimensionais dos conselhos e seus membros e da necessidade de evitar colocar toda a ênfase em funções individuais” (Clarke, 2007, p. 34).¹⁸

A advertência é bastante oportuna para períodos que sucedem crises já que as luzes acabam se voltando para apenas alguns aspectos de governança. Depois das enormes perdas em 2007 e 2008, é de se esperar que o papel de controle volte a gozar de protagonismo similar àquele vivido após os escândalos corporativos do início do milênio.

Principais questionamentos sobre a atuação dos CAs

Administração de riscos

Entre as atribuições do papel de controle dos CAs, a de monitorar risco em particular é colocada em xeque no cenário pós-crise. Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades (2004)¹⁹ são claros ao considerar a administração de risco um dever de supervisão do CA, mas a própria organização afirma que os sistemas de administração de riscos falharam:

A informação sobre a exposição, em vários casos, não alcançou o CA e nem mesmo os altos níveis da gestão, enquanto a administração de risco foi frequentemente baseada em atividade em vez de em toda a empresa (Kirkpatrick, 2009, p. 2).²⁰

A capacidade de executivos e conselheiros para o monitoramento e administração de riscos já era questionada antes mesmo da ocorrência das maiores turbulências no ambiente financeiro. O resultado de um estudo com 25 bancos europeus – com dados de 2006 e início de 2007 – mostrou que somente 33% dos entrevistados sentiam-se confiantes de que seus departamentos de estratégia e planejamento possuíam profundo conhecimento da metodologia de monitoramento de risco aplicada na sua instituição (Ladipo; Nestor; Risser, 2008).²¹

Um ano depois, os mesmos pesquisadores identificaram que os CAs dos bancos estavam tranquilos e com uma falsa segurança e que, além disso, os conselheiros não executivos estavam satisfeitos por seguir os executivos, focalizando quase que exclusivamente no coeficiente de capital, em vez de em medidas mais óbvias, como a alavancagem econômica. Ladipo e Nestor (2009)²² diagnosticaram em particular **três falhas chave** de supervisão do risco pelos bancos europeus:

- a. Avaliação da alavancagem excessiva.
- b. Subestimação dos riscos de liquidez.
- c. Ênfase à medição do risco no lugar da identificação do risco

O fato inegável é que a eclosão da crise de 2008 expôs a GC e, em especial, os CAs a uma questão antes silenciosa e restrita aos bastidores do mercado: Por que os conselheiros, delegados e remunerados pelos acionistas não fizeram soar antes o alarme? Ou como preferiu colocar em entrevista ao *Financial Times*²³ Charles Elson, integrante de vários CAs nos Estados Unidos e dirigente do *Corporate Governance Centre* da Universidade de Delaware: “Supostamente, os conselhos são os goleiros das companhias e eles não viram essa crise. Onde exatamente eles estavam quando tudo aconteceu?” Talvez essa pergunta possa ser respondida por uma das afirmações contidas em relatório da OCDE (2009, p. 31)²⁴: “Os CAs estavam, em alguns casos, ignorantes ao risco encarado pela empresa”.

Também aqui no Brasil a atuação dos CAs em relação ao risco é questionada. O monitoramento de risco foi apontado pelos administradores como a segunda maior lacuna dos conselhos de administração, apenas superada pelo fato deste não se ocupar dos assuntos de sucessão. Este resultado faz parte de estudo de Guerra (2009a),²⁵ que descreve o papel dos CAs nas empresas listadas brasileiras. Analisando as empresas financeiras e não financeiras listadas na BM&FBovespa, que totalizavam 449 empresas em dezembro de 2007, a pesquisa valeu-se de amostra não probabilística por conveniência formada por 65 empresas e 122 administradores respondentes.

Quando apontaram a atividade de monitorar risco como a segunda maior lacuna dos seus conselhos, os administradores estavam respondendo o que os CAs NÃO FAZEM mas deveriam: 30% dos respondentes indicaram a atividade de monitorar risco. Em primeiro lugar como a principal lacuna (41%), foi apontada a atividade de discutir e direcionar assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa, o que, de certa forma, está relacionado a um risco de governança, pois envolve a não preparação formal para suceder os líderes da empresa em situações inesperadas. Outra lacuna evidenciada pelos administradores respondentes e ligada ao papel de controle é a de não monitorar o desempenho dos executivos e da empresa, que foi apontada por 27% dos respondentes.

Em outro ponto da pesquisa, ao averiguar o entendimento dos administradores sobre 17 atividades do CA relacionadas aos papéis de direcionamento, controle e serviços (Quadro 1), os respondentes foram convidados a determinar seu grau de concordância em uma escala de seis pontos. Os três níveis de concordância e três de discordância encontram-se agrupados, a seguir, na Tabela 1. Estão ali as cinco atividades do CA que obtiveram o maior nível de concordância entre os administradores, sendo quatro delas vinculadas ao papel de controle. O monitoramento de risco foi a quinta atividade com maior concordância entre as 17.

Tabela 1 - Distribuição das cinco maiores concordâncias sobre as atividades que o CA realiza

Atividades	Opinião	N - 122 respondentes	%
O CA toma decisões (ou as propõe para Assembléia de Acionistas) sobre os	Concordo	114	93,44
	Discordo	8	6,56
O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente	Concordo	110	90,16
	Discordo	12	9,84
O CA indica e substitui os auditores independentes	Concordo	107	88,43
	Discordo	14	11,57
	Não resposta	1	
O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	Concordo	106	87,6
	Discordo	15	12,4
	Não resposta	1	
O CA monitora os riscos da empresa	Concordo	104	85,25
	Discordo	18	14,75

Fonte: Adaptado de Guerra (2009a).

Pergunta: As afirmações que se seguem visam entender sua opinião sobre as atividades que Conselho de Administração (CA) ou seus membros realizam. Considere apenas as atividades do CA sobre o qual está respondendo

Entre as atividades do CA que receberam o mais alto grau de concordância por parte dos administradores, está a maioria das previsões legais, mesmo quando muitas vezes não correspondem exatamente à letra da lei. Monitorar os riscos da empresa foi a primeira atividade não prevista na Lei das Sociedades por Ações, mas indicada no Código de Melhores Práticas já em sua versão anterior (IBGC, 2004;²⁶ IBGC, 2009²⁷).

O período em que o questionário foi aplicado pode ter interferido nas respostas dos administradores, tendo em vista que a pesquisa foi iniciada coincidentemente com a eclosão da crise financeira internacional em setembro de 2008. Igualmente aos códigos de melhores práticas, na pesquisa de Guerra (2009a),²⁸ as atividades que receberam maior importância são as de controle e de direcionamento, com vantagem para a primeira.

As limitações de monitoramento do CA não são vistas apenas na supervisão direta dos riscos. A OCDE, além de destacar, em seus princípios de governança corporativa, que a administração de riscos é dever do CA e que muitos falharam nessa atividade, relata que, em outros casos, os CAs aprovaram estratégias, mas não estabeleceram métricas para monitorar sua implementação (Kirkpatrick, 2009).²⁹

No Brasil, Guerra (2009a)³⁰ encontrou resultados similares, identificando que, quanto ao desenvolvimento da estratégia, os conselhos estão mais envolvidos na etapa da aprovação do que na de monitoramento. Enquanto 85% dos 122 administradores escolhiam a etapa de aprovação para identificar a atuação do CA no desenvolvimento da estratégia, apenas 64% selecionavam a de monitoramento. Foi observada também uma relação positiva entre os CAs que se envolvem no monitoramento da implantação da estratégia com a existência de regimentos internos do conselho.

De outro lado, o modelo estatístico utilizado no estudo levou à conclusão de que conselhos envolvidos na etapa de iniciação e de monitoramento da estratégia estão positivamente associados ao papel de controle. Esse resultado remete a uma reflexão. Considerando o predomínio na amostra de empresas com controle familiar e de respondentes ligados aos controladores, seria o órgão CA que estaria associado ao papel de controle? Ou a presença majoritária de conselheiros vinculados aos controladores ou deles próprios no CA que, estando também em outros órgãos da administração, daria essa conotação de controle ao órgão?

Comitês relacionados ao papel de controle

É relevante apontar que não é apenas a opinião dos administradores respondentes que indicaram a priorização das atividades dos CAs relacionadas ao papel de controle. Na pesquisa de Guerra (2009a),³¹ dados obtidos por meio de um segundo questionário, respondido diretamente pelas empresas e que investigou outros elementos da estrutura dos CAs, indicaram que 31% das 65 empresas respondentes têm um comitê do CA, cujo nome inclui a palavra “auditoria”. Incluindo-se nessa contagem as palavras “riscos”, “controles internos”, “controladoria”, além de considerar a existência de Conselho Fiscal, quando este opera como um Comitê de Auditoria – o que o mercado chama de Conselho Fiscal Turbinado –, o percentual de existência de órgãos relacionados às atividades de controle sobe para 48%.

Ainda, os comitês relacionados ao papel de controle são quase o dobro daqueles que se vinculam às atividades de direcionamento (estratégia e políticas) nas empresas estudadas, quando se adicionam aqueles ligados à supervisão das questões de indicação e remuneração dos administradores. O fato indica que a opinião dos administradores está também ancorada na existência de órgãos de controle na empresa criados para auxiliar a supervisão dos negócios e, em alguns casos, a administração de riscos.

Antes mesmo de que fossem verificados os maiores efeitos da crise, já eram identificados nos bancos europeus uma predominância bastante maior de comitês de Auditoria e Risco. Nos 25 bancos pesquisados entre 2006 e início de 2007, todos já contavam com Comitês de Auditoria e 44% com Comitês de Risco (Ladipo; Nestor; Risser, 2008).³² A existência dos comitês, entretanto, parece não ter sido suficiente para evitar a ineficácia, em alguns casos, de identificação dos riscos excessivos. Na conclusão do trabalho, o sumário executivo da pesquisa de Ladipo, Nestor e Risser (2008, p. 14)³³ prevê:

No futuro, os CAs vão se concentrar nas questões relacionadas ao apetite a risco sistêmico – seja por autorregulação ou por pressão das entidades reguladoras. Os Comitês de Risco serão mais numerosos – e mais ocupados.

A existência dos órgãos de controle não é por si só suficiente. Cita-se um relatório do IIF – *Institute of International Finance* (2007), documento da OCDE divulgado em fevereiro de 2009, que destaca que uma sólida cultura organizacional na administração de risco é essencial e acrescenta:

[...] os CAs precisam ser educados no monitoramento e gestão de riscos e receber os instrumentos para compreender o apetite a risco da firma frente ao seu desempenho. Além disso, alguns dos integrantes do Comitê de Risco (ou equivalente) devem contar com conhecimento técnico sofisticado nas disciplinas de risco ou sólida experiência em negócios que lhes dê uma perspectiva clara em matéria de risco (Kirkpatrick, 2009, p. 19).

Competência x independência

No cenário pós-crise, outros aspectos que se evidenciam são a competência dos conselheiros e o tempo que dedicam a essa atividade, assim como o prazo necessário para que “aprendam” a empresa. De volta à pesquisa de Guerra (2009a),³⁴ além de obter o quinto nível de concordância entre os administradores da amostra e de ser a segunda lacuna dos CAs pesquisados, a atividade “monitoramento de riscos” mostrou-se positivamente associada à duração do mandato do conselheiro. Ou seja, os administradores das empresas com mandato de dois anos para seus conselheiros concordam em grau mais elevado que uma das responsabilidades do CA é o monitoramento de riscos – em comparação às empresas cujo mandato do CA é de um ou três anos.

É interessante relacionar esse resultado às conclusões de Ladipo e Nestor (2009),³⁵ que argumentam que o papel do CA em bancos é ir além das tecnicidades da administração de risco e fazer as grandes perguntas, nas quais os CAs parecem ter falhado. Os dois pesquisadores concluíram que os CAs de bancos liderados por especialistas do setor financeiro parecem fazer um melhor trabalho do que aqueles dirigidos por um presidente de conselho não executivo e não especialista em finanças. Eles também concluíram que os CAs de bancos requerem uma quantidade significativa de experiência que pode ser difícil de prover, caso o mandato dos conselheiros não executivos seja muito curto.

A questão da competência específica dos conselheiros em instituições financeiras também foi pesquisada por Hau e Thum (2009, p. 3),³⁶ que estudaram 593 conselheiros dos 29 maiores bancos alemães e encontraram uma pronunciada diferença na experiência em finanças e administração dos conselheiros de bancos privados e estatais, entre os quais o conhecimento em finanças é menor. A medida do que os pesquisadores chamaram de competência no conselho está relacionada diretamente à magnitude das perdas dos bancos na crise financeira. A conclusão é de que a “(in)competência” em finanças está vinculada às perdas com a crise financeira.

Na mesma direção, Antonio Borges, presidente do conselho do *Hedge Fund Standards Board* e presidente do conselho do *European Corporate Governance Institute* (ECGI), ao falar na Conferência 2009 da IGCN, em Sidney, afirmou que as falhas de governança na prevenção e no alerta diante da crise financeira internacional não estão relacionadas ao sistema de remuneração dos administradores, mas, sim, ao fato de que a maioria dos executivos não entende riscos sistêmicos (Guerra, 2009b).³⁷

A OCDE, por sua vez, por meio do relatório revisado por seu *Steering Group in Corporate Governance*, em fevereiro, questionou por que os CAs não foram efetivos nos anos que

precederam a turbulência, especialmente, tendo em vista a ênfase dada em muitos países a controles internos, citando como exemplo as certificações 404 do Ato Sarbanes-Oxley (Kirkpatrick, 2009)³⁸. Ao fazer referência a um relatório do *Institute of International Finance* (2008), a OCDE chega à preocupante conclusão de que é questionável a habilidade dos CAs para supervisionar propriamente os executivos e para entender e monitorar o negócio em si. Em seu relatório subsequente, de junho de 2009, a organização reitera que

[...] o alvo é estimular a formação de CAs capazes de emitir julgamentos objetivos e independentes. Embora não haja conflito inerente entre independência e competência, é importante ter em mente que a independência formal é necessária, mas nunca uma condição suficiente para um conselheiro (OCDE, 2009, pp. 9-10).³⁹

No Brasil, a questão da independência deve ser vista em relação a alguns aspectos típicos de nosso ambiente de concentração acionária, pois diferem daqueles países nos quais os CAs atuam sob a prevalência da dispersão acionária. Bebchuck e Hamdani (2009, p. 3)⁴⁰ confirmam que os problemas fundamentais de governança de empresas controladas e aquelas de propriedade dispersa são significativamente díspares: “o efeito de vários arranjos de governança depende criticamente de a companhia ter um acionista controlador”.

No caso brasileiro, o excessivo poder concentrado no presidente executivo, que, ao mesmo tempo, é o presidente do conselho, não é o predominante nos CAs das empresas listadas. Aqui, a concentração de poder dá-se no real controle da administração e na limitação dos direitos dos acionistas minoritários. Nesse contexto, a independência do conselheiro não deve ser vista apenas em relação aos executivos, mas também quanto ao acionista controlador.

Em grande parte, os CAs são dominados pelos acionistas controladores, e a participação de conselheiros independentes ainda está bastante abaixo da recomendação da maioria de independentes do código de melhores práticas (IBGC, 2009).⁴¹ A pesquisa de Guerra (2009a)⁴² encontrou que 52% dos conselheiros são controladores, seus representantes ou seus familiares; o percentual de conselheiros independentes é de 28% e os minoritários ou seus representantes são apenas 10%.

Adicionalmente, a pesquisa identificou que o presidente do CA é, na maior parte dos casos, também familiar do acionista controlador ou ele próprio. Com frequência relevante, o presidente executivo é também familiar do controlador, indicando situações de acúmulo de poder. Relevante também foi o achado de que a ausência de um presidente do CA familiar do acionista controlador está associada positivamente a um CA mais ativo, deliberativo e relevante do que quando o CA é presidido por um familiar do acionista controlador.

Outro resultado encontrado nesta mesma pesquisa a destacar é que quanto maior o papel de controle exercido pelo CA, maior o papel de direcionamento e, quanto maior este, maior o de serviço. Essas relações observadas no modelo estatístico empregado sugerem uma hierarquia dos papéis do CA. É interessante notar, entretanto, que o papel de controle está negativamente associado ao papel de serviço. Essa constatação pode levar à especulação de que CAs que se ocupam de atividades de controle não podem ou não querem dedicar-se a atividades de serviço, que poderiam ser consideradas menos importantes.

Quando esse resultado é contraposto ao obtido nas estatísticas descritivas, que observou que o papel de serviço do CA ganha mais relevância quando o presidente executivo ou do conselho são familiares dos controladores, pode-se especular que o papel de controle é menos presente

nas empresas dirigidas por familiares dos controladores. Por estarem mais presentes na gestão e no conselho, os controladores podem entender não haver necessidade de o CA exercer o papel de controle como advogado na teoria de agência, pois eles próprios estão fazendo esse papel.

Mas cabe a pergunta: quem fará esse papel em nome dos acionistas minoritários e de outras partes interessadas, tendo em vista que uma das possibilidades de expropriação na empresa de propriedade concentrada é aquela do acionista majoritário em relação ao acionista minoritário? Além disso, os resultados das estatísticas descritivas indicam outro motivo para a conclusão de que o papel de controle fica enfraquecido nas empresas controladas: quando o presidente executivo é familiar dos controladores, os respondentes concordaram em menor grau com a atividade do CA de decidir sobre a contratação ou demissão desse mesmo presidente executivo. Vale destacar que essa é uma das atribuições primordiais de um conselho de administração (Guerra, 2009a, p. 168).

As deficiências dos CAs em administrar riscos não foram apontadas sozinhas na busca dos culpados. O relatório da OCDE (2009)⁴³ indica fraquezas no que eram consideradas instituições sofisticadas e afirma que o tipo de administração de risco necessária é aquela relacionada à estrutura de incentivo da empresa. O relatório conclui que parece ter havido uma combinação mal-sucedida entre sistema de incentivo, administração de risco e sistemas internos de controle.

Remuneração mais uma vez na berlinda

O tema remuneração, que antes já era um importante foco de atenção, ganha agora mais destaque nas discussões sobre as melhores práticas de governança. No Brasil, a 4ª edição do Código do IBGC (2009, p. 40)⁴⁴, além de propor que a estrutura de incentivos da empresa tenha um sistema de freios e contrapesos que dê limites à atuação dos envolvidos, recomenda que “a remuneração baseada em resultados de curto prazo deve ser evitada para o Conselho”.

Aberta à consulta pública até 9 de outubro, a alteração da Instrução 202 da CVM prevê agora a divulgação da remuneração total recebida pelo conselho de administração, diretoria e conselho fiscal, além do valor da maior e menor remuneração individual dentro de cada um desses órgãos e também a média dos pagamentos. Também se tornará obrigatória a discriminação de quanto é pago a membros da família dos controlares.

No que se refere à remuneração dos executivos, os posicionamentos têm se mostrado mais incisivos. Sharfman (2009)⁴⁵ argumenta que a aprovação pelos conselhos de políticas de remuneração carregadas em enormes bônus pode encorajar a busca de falsos indicadores de desempenho² que embutem risco. Ele conclui que, essas decisões revelam como a procura oportunista por resultados de certas partes interessadas pode pressionar o conselho a assumir riscos que ameaçam a saúde financeira da empresa.

Na conferência 2009 da ICGN, três questões referentes à remuneração dos executivos foram debatidas em grupos e depois votadas eletronicamente na sessão plenária (Guerra, 2009b).⁴⁶ Em resposta à questão: “O atual sistema de remuneração está falido?”, 61,6% dos investidores institucionais internacionais presentes em plenária afirmaram que “sim”.

² O autor se refere a *fake alpha* um coeficiente de retorno acima da média de mercado que embute riscos escondidos.

A conclusão do grupo, no entanto, mostrou-se mais ponderada: o sistema de remuneração não está falido, mas pessimamente administrado, tendo sido apontados como pontos fracos, entre outros: *disclosure*, transparência e adequação das métricas, recompensas não relativas a desempenho, diagnóstico de risco, avaliação bem-sucedida e ainda os mecanismos de retenção de executivos.

Para os integrantes do grupo, os acionistas devem, sim, abordar o sistema de remuneração, mas com o cuidado de não se envolver demasiadamente no papel do CA. Precisam entender como as decisões sobre remuneração são tomadas e, não estando satisfeitos com os critérios, dialogar e manter o conselho responsável a respeito da questão. No entender da OCDE, o balizamento do sistema de remuneração e incentivo carece, justamente, de equanimidade de poder na tomada de decisões:

A governança do sistema de remuneração/incentivo tem falhado porque as negociações e as decisões não ocorrem em condições de mercado. Os executivos... têm tido muita influência sobre o nível e condições para remuneração com base em desempenho, enquanto os conselhos ficam impotentes ou incapazes para exercer um julgamento objetivo e independente (OCDE, 2009, p. 9).⁴⁷

4 Reflexões

O questionamento do efetivo papel desempenhado pelo CA no sistema de governança não é novidade, mas as prováveis respostas alcançam um alto patamar de complexidade, especialmente no atual cenário pós-crise. Seja por mecanismos de autorregulação, iniciativa empresarial ou por imposição das entidades regulatórias, no entanto, a recente crise financeira internacional pode ser considerada como uma oportunidade para mais um passo na evolução da GC, levando a uma nova onda na adoção voluntária de melhores práticas de governança corporativa, em particular quanto ao papel dos Conselhos de Administração.

Os dedos procuram os culpados, entretanto, uma série de fatores necessita ser considerada antes do esboço de novas diretrizes para os CAs. A bancarrota de inúmeras empresas com o porte e a tradição do banco de investimentos Lehman Brothers, fundado em 1850, e a operação de salvamento da seguradora AIG com bilhões de dólares dos contribuintes norte-americanos, levantou questionamentos também em relação à atuação dos órgãos reguladores, como o expresso no comunicado divulgado no final de 2008 pela ICGN:

Eles não se posicionaram assertivamente quando perceberam que os mercados estavam assumindo riscos anômalos. Permitiram que os bancos operassem com escassez de capital, com alavancagem excessiva e deram pouca atenção ao risco de perda de liquidez. Falharam em detectar rapidamente a incapacidade dos conselhos no gerenciamento de riscos e permitiram péssimas práticas no setor hipotecário (ICGN, 2008, p. 1).⁴⁸

Além das falhas dos órgãos reguladores, admitindo que os acionistas, às vezes, encorajassem as empresas a focar no retorno de curto prazo, a ICGN reconhece também que eles não mantiveram os CAs totalmente atuantes e responsáveis por suas atribuições. No mesmo comunicado, a entidade enfatizou a responsabilidade dos investidores: “Os acionistas nem sempre estão tão próximos como deveriam das empresas nas quais investem” (ICGN, 2008, p. 1).⁴⁹ Millstein (2009) também considera que os conselhos devem ser submetidos à:

[...] pressão das instituições que representam todos nós, seus beneficiários. As instituições, individualmente e como grupo, em geral, detêm ações suficientes, direta ou indiretamente, para se fazer ouvir pelas empresas. E nós, que oferecemos nossas economias para essas instituições temos a voz – e as pernas –, para encorajá-las a se fazer ouvidas.

Além disso, o próprio mercado já começa a apresentar suas respostas. Os documentos referenciais de boas práticas desenvolvidos após a eclosão da crise já passaram a incluir, por exemplo, a responsabilidade pelo gerenciamento de risco de forma mais clara. Esse é o caso da 4ª edição do Código de Melhores Práticas do IBGC (2009)⁵⁰ e, no âmbito internacional, da 3ª edição dos Princípios de Governança Corporativa Globais da ICGN (2009).⁵¹ Lançados recentemente, estes dois documentos sobre melhores práticas demonstram a atenção dedicada ao tema no ambiente pós-crise. Nos dois casos, os aspectos relacionados a risco ganharam destaque e foram cobertos em mais detalhes. Os princípios da ICGN de 2005 faziam três menções a “riscos” e, na atual edição, o tema é citado 28 vezes. A mesma ênfase foi verificada no Código do IBGC: em 2004, havia cinco menções a “riscos” contra trinta na publicação lançada em setembro de 2009.

Sendo assim, em vez de aguardar uma nova onda regulatória que pode desaguar em remédios amargos como Sarbanes-Oxley com efeitos indesejados, o próprio mercado deve se adiantar e buscar soluções baseadas nas recomendações oferecidas pelas entidades nacionais e internacionais promotoras da boa governança. Se o mercado, mais uma vez, não se mostrar maduro, o Estado – especialmente depois que os recursos dos contribuintes norte-americanos e europeus foram empregados em operações de salvamento de empresas privadas – interferirá frente à ação oportunista de alguns dos agentes.

A história mostra que os que não esperaram por leis e saíram na frente colheram vantagens. Este é o caso de empresas que optaram pioneiramente pela adoção de melhores práticas de governança e criaram mais valor para seus acionistas. Podem ser citados como exemplo, os resultados apresentados no *Practical Guide to Corporate Governance: Experiences from the Latin American Companies Circle* (IFC, 2009),⁵² lançado em Nova York em setembro deste ano.

O livro apresenta evidências claras sobre os benefícios tangíveis alcançados por 14 companhias listadas integrantes do Círculo de Companhias, um grupo referência de implantação de GC na América Latina, criado pela OCDE e *International Finance Corporation* (IFC), com o apoio do *Global Corporate Governance Forum*. A publicação indica que o desempenho operacional e de mercado das 14 empresas do Círculo foi superior ao verificado pelo conjunto de empresas listadas latino-americanas, tanto em tempos normais como nos momentos de estresse do mercado. Os resultados indicaram que essas empresas sofreram menos perdas no período de crise em comparação com os seus pares latino-americanos e, portanto, estiveram mais protegidas.

Resultados como esse devem servir de incentivo para as empresas que podem aproveitar, então, os questionamentos surgidos nos pós-crise para rever suas práticas e observar o quanto o modelo adotado protege a firma de riscos excessivos e as posiciona para usufruir dos benefícios resultantes da boa governança. O conselho deve estar no centro das atenções desse esforço. Algumas perguntas poderão ajudar as empresas na avaliação de suas práticas e modelo de governança.

Nesse exercício, mais do que buscar estar aderente ao que o mercado espera e com isso ter uma atitude benevolente no julgamento de suas práticas, as companhias devem fazer uma reflexão profunda para encontrar soluções de governança que, embora espelhadas nas boas práticas, sejam próprias e específicas para os seus desafios.

Para refletir

- O conselho de administração é um órgão de deliberação e supervisão de fato? (A pergunta pode parecer simplória, mas requer honesta reflexão.)
- O *mix* de conselheiros inclui externos e independentes em número suficiente para realmente desafiar o pensamento predominante e contribuir para que a decisão final considere várias perspectivas e explore com profundidade os riscos nela contidos?
- Ao estabelecer a composição do conselho, foi considerada a presença de controladores, seus representantes e familiares na gestão e no próprio conselho de maneira a fazer frente à eventual excessiva concentração de poder? Considerou-se que concentração em demasia pode levar à miopia de um lado e não oferecer aos agentes externos o conforto

sobre os controles adotados para averiguar os atos da gestão e dos próprios controladores quando atuam como administradores?

- Há no conselho conhecimento relevante sobre o negócio da empresa e elementos fundamentais para entender e tomar as decisões sobre: administração (o que inclui conhecimento sobre gestão de recursos humanos, remuneração e planejamento sucessório), finanças, contabilidade, direito societário, governança corporativa e gerenciamento de risco?
- Há no conselho relevante experiência em gestão e governança de empresas, planejamento estratégico, administração de crises e outras de interesse específico para o seu negócio?
- O conselho estabelece indicadores para supervisão da implementação das deliberações estratégicas?
- O conselho tem um regimento interno que contribui com a disciplina e real entendimento de todos do papel e responsabilidades do CA, assim como elementos de seu funcionamento?
- Os conselheiros têm efetiva consciência de que são administradores e não consultores ou aconselhadores?
- Quais são as demais atividades de seus conselheiros? Eles realmente têm como dedicar tempo suficiente para aprender a empresa, tomar as decisões e supervisionar o negócio?
- O funcionamento do conselho permite discussões em profundidade dos grandes assuntos adicionalmente às deliberações legais ou estatutárias formais? Isso inclui, para citar apenas alguns elementos: informações tempestivas e completas; agenda realista com atribuição de tempo para os temas; calendário anual com reserva para os grandes tópicos, como planejamento estratégico, por exemplo; disciplina dos conselheiros e liderança do presidente do CA em comandar as reuniões.
- O CA tem os órgãos acessórios necessários para cumprir com suas atribuições? Esses comitês atuam com o real envolvimento de conselheiros que entendem que sua responsabilidade é indelegável e, por isso, a existência de especialistas não conselheiros no tema do comitê não os isentam de entender em profundidade o assunto para posterior deliberação no CA?
- O conselho revisa periodicamente os riscos a que a empresa está submetida? Incluem-se aqui os diversos tipos de riscos previstos em modelos de mercado, sem esquecer os riscos de governança, como a ausência de planos de sucessão formais.

A busca de respostas a perguntas como essas pode iniciar um processo de discussão entre os administradores da empresa e ganhar profundidade no conselho. Essa lista não pretende esgotar todas as questões relacionadas aos papéis dos CAs, mas pode ser o início de um exercício de diagnóstico da governança. Fica a recomendação de que as empresas aproveitem os ensinamentos da crise para aprender com ela. O mercado saberá apreciar aquelas que saírem na frente.

Resumo

A capacidade dos conselhos de administração (CA) no monitoramento de riscos está na berlinda no cenário pós-crise internacional. No Brasil, a atividade dos CAs é apontada pelos administradores como a segunda maior lacuna dos conselhos, apenas superada pelo fato de estes não se ocuparem dos assuntos de sucessão.

Pesquisa com administradores de empresas listadas na Bovespa no pós-crise apresenta ainda o monitoramento de risco como a quinta atividade com maior concordância entre as 17 relacionadas com os papéis do CA. Investidores institucionais e organismos internacionais evidenciam que os conselhos não cumpriram com seus deveres maiores nessa crise, o que pode aumentar a demanda sobre o papel do CA no monitoramento de riscos das empresas.

As consequências negativas da ruptura do sistema financeiro internacional ainda serão sentidas por vários anos, mas pode ser vista também como uma oportunidade de melhoria da governança das empresas.

Sobre a autora:

Sandra Guerra

Com experiência profissional como conselheira, executiva, consultora e empreendedora nas áreas de Governança Corporativa, Tecnologia da Informação, Treinamento e Educação, Comunicação, Rádio e TV, Internet, Transportes e Têxtil, atualmente é conselheira de administração de empresa de capital aberto, conselheira consultiva de empresa familiar de capital fechado e atua como consultora para projetos de melhoria de governança corporativa. Colabora com a *International Finance Corporation* (IFC), a Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e o Global Corporate Governance Forum, coordenando o “*Companies Circle*” da *Latin America Corporate Governance Roundtable*. Foi conselheira e hoje preside o *Award Committee* da ICGN – *International Corporate Governance Roundtable*. É co-fundadora, ex-conselheira e ex-diretora executiva do IBGC-Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Participou da elaboração do “Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa” em 1999 e suas revisões de 2001 e 2009. É graduada em Comunicação e mestre em Administração de Empresas, tendo sua pesquisa acadêmica foco no conselho de administração. É professora convidada em cursos para conselheiros no IBGC e estudantes de MBA e pós-MBA na FIA/USP.

REFERÊNCIAS

- ¹ PEARSLSTEIN, Steven. 'No Money Down' Falls Flat. *Washington Post*, Washington DC, 14 mar. 2007. Disponível em: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2007/03/13/AR2007031301733_pf.html>. Acesso em: 09 out. 2009.
- ² ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. *Corporate Governance and the Financial Crisis: key findings and main messages*, OCDE, Jun. 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf>>. Acesso em: 07 out. 2009.
- ³ MILLSTEIN, Ira. A New Agenda. *Directorship BoardRoom Intelligence*. Abril 2009. Disponível em: <<http://www.directorship.com/a-new-agenda/>>. Acesso em: 04 out. 2009.
- ⁴ INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK – ICGN. *Statement on the Global Financial Crisis*. Nov. 2008. Disponível em: <http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/news/icgn_statement_on_the_financial_crisis_23_march_09.pdf>. Acesso em: 07 out. 2009.
- ⁵ KIRKPATRICK, Grant. *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OCDE, Fev. 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>>. Acesso em : 07 out. 2009.
- ⁶ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, IBGC, 4. ed., 2009.
- ⁷ GUERRA, Sandra. *Os papéis do CA em empresas listadas no Brasil*. 2009a. 216 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade FEA/USP, São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11092009-141955/>>. Acesso em 08 out.2009.
- ⁸ CLARKE, Thomas. *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. New York: Routledge, 2007.
- ⁹ FULLER, Joseph; JENSEN, Michael C. What's a director do? *Harvard NOM Research Paper*. n. 02-38, pp. 1-12, Oct. 2002.
- ¹⁰ BAYSINGER, Barry; HOSKISSON, Robert. E. The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, v. 15, pp. 72-87, 1990.
- ¹¹ MILLSTEIN, Ira M. A perspective on corporate governance - rules, principles or both. *ICGN yearbook*. Washington DC, 2006. Disponível em: <<http://www.icgn.org/conferences/2006/documents/millstein.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2006.
- ¹² CADBURY, Adrian; MILLSTEIN, Ira M. *The new agenda for ICGN*. International Corporate Governance Network Discussion Paper n. 1 for the ICGN 10th Anniversary Conference, London, Jul. 2005. Disponível em: <http://www.icgn.org/conferences/2005/documents/cadbury_millstein.pdf>. Acesso em: 10 out. 2006.
- ¹³ ZAHRA, Shaker; PEARCE, John A. Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model. *Journal of Management*, v. 15, n. 2, pp. 291-334, Jun. 1989.
- ¹⁴ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, IBGC, 4. ed., 2009.
- ¹⁵ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, IBGC, 3. ed., 2004.
- ¹⁶ BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre a sociedade por ações. *Base da legislação federal do Brasil*. 1976. Disponível em: <<http://www.presidencia.gov.br/legislacao/>>. Acesso em: 28 jul. 2008.

-
- ¹⁷ CLARKE, Thomas. *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. New York: Routledge, 2007.
- ¹⁸ CLARKE, Thomas. *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. New York: Routledge, 2007.
- ¹⁹ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*. Paris: OECD, 2004.
- ²⁰ KIRKPATRICK, Grant. *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OCDE, Fev. 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>>. Acesso em: 07 out. 2009.
- ²¹ LADIPO, David; NESTOR, Stilpon; RISSER, David. *Board profile, structure and practice in large European banks – A comparative corporate governance study*. London: Nestor Advisors, 2008.
- ²² LADIPO, David; NESTOR, Stilpon. **Bank Boards and the Financial Crisis**. London: Nestor Advisors, 2009.
- ²³ GUERRERA, Francesco; LARSEN, Peter Thal. Gone by the board? Why bank directors did not spot credit risks. *Financial Times*, 25 jun. 2009. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/6e66fe18-42e8-11dd-81d0-0000779fd2ac.html?nclick_check=1> Acesso em: 04 out. 2009.
- ²⁴ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. *Corporate Governance and the Financial Crisis: key findings and main messages*, OCDE, Jun. 2009. Disponível em: < <http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf>>. Acesso em: 07 out. 2009.
- ²⁵ GUERRA, Sandra. *Os papéis do CA em empresas listadas no Brasil*. 2009a. 216 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade FEA/USP, São Paulo. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11092009-141955/>. Acesso em 08 out.2009.
- ²⁶ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, IBGC, 3. ed., 2004.
- ²⁷ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, IBGC, 4. ed., 2009.
- ²⁸ GUERRA, Sandra. *Os papéis do CA em empresas listadas no Brasil*. 2009a. 216 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade FEA/USP, São Paulo.
- ²⁹ KIRKPATRICK, Grant. *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OCDE, Fev. 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>>. Acesso em : 07 out. 2009.
- ³⁰ GUERRA, Sandra. *Os papéis do CA em empresas listadas no Brasil*. 2009a. 216 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade FEA/USP, São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11092009-141955/>>. Acesso em 08 out.2009.
- ³¹ GUERRA, Sandra. *Os papéis do CA em empresas listadas no Brasil*. 2009a. 216 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade FEA/USP, São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11092009-141955/>>. Acesso em 08 out.2009.

-
- ³² LADIPO, David; NESTOR, Stilpon; RISSER, David. *Board profile, structure and practice in large European banks – A comparative corporate governance study*. London: Nestor Advisors, 2008.
- ³³ LADIPO, David; NESTOR, Stilpon; RISSER, David. *Board profile, structure and practice in large European banks – A comparative corporate governance study*. London: Nestor Advisors, 2008.
- ³⁴ GUERRA, Sandra. **Os papéis do CA em empresas listadas no Brasil**. 2009a. 216 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade FEA/USP, São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11092009-141955/>>. Acesso em 08 out.2009.
- ³⁵ LADIPO, David; NESTOR, Stilpon. *Bank Boards and the Financial Crisis*. London: Nestor Advisors, 2009.
- ³⁶ HAU, Harald; THUM, Marcel. Subprime Crisis and Board (In-)Competence: Private vs. Public Banks in Germany. *CESifo Working Paper Series n. 2640*, 2009.
- ³⁷ GUERRA, Sandra. *2009 ICGN Annual Conference: Route Map to Reform and Recovery*. Set. 2009b. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Relato.aspx?CodRelato=12>>. Acesso em: 07 out. 2009.
- ³⁸ KIRKPATRICK, Grant. *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OCDE, Fev. 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>>. Acesso em : 07 out. 2009.
- ³⁹ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. *Corporate Governance and the Financial Crisis: key findings and main messages*, OCDE, Jun. 2009. Disponível em: < <http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf>>. Acesso em: 07 out. 2009.
- ⁴⁰ BEBCHUCK, Lucian A.; HAMDANI, Assaf, The Elusive Quest for Global Governance Standards. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 157, pp. 1263-1317, 2009.
- ⁴¹ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, IBGC, 4. ed., 2009.
- ⁴² GUERRA, Sandra. *Os papéis do CA em empresas listadas no Brasil*. 2009a. 216 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade FEA/USP, São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11092009-141955/>>. Acesso em 08 out.2009.
- ⁴³ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. *Corporate Governance and the Financial Crisis: key findings and main messages*, OCDE, Jun. 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf>>. Acesso em: 07 out. 2009.
- ⁴⁴ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, IBGC, 4. ed., 2009.
- ⁴⁵ SHARFMAN, Bernard. Enhancing the efficiency of the board decision making: lessons learned from the financial crisis of 2008. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 34, n. 3, Forthcoming. Disponível em: <http://works.bepress.com/bernard_sharfman/9/>. Acesso em: 07 out. 2009.
- ⁴⁶ GUERRA, Sandra. *2009 ICGN Annual Conference: Route Map to Reform and Recovery*. Set. 2009b. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Relato.aspx?CodRelato=12>>. Acesso em: 07 out. 2009.
- ⁴⁷ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. *Corporate Governance and the Financial Crisis: key findings and main messages*,

OCDE, Jun. 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf>>. Acesso em: 07 out. 2009.

⁴⁸ INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK – ICGN. **Statement on the Global Financial Crisis**. Nov. 2008. Disponível em: <http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/news/icgn_statement_on_the_financial_crisis_23_march_09.pdf>. Acesso em: 07 out. 2009.

⁴⁹ INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK – ICGN. **Statement on the Global Financial Crisis**. Nov. 2008. Disponível em: <http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/news/icgn_statement_on_the_financial_crisis_23_march_09.pdf>. Acesso em: 07 out. 2009.

⁵⁰ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**, IBGC, 4ª edição, 2009.

⁵¹ INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK – ICGN. **Global Corporate Governance Principles: Revised**. 3. ed., 2009. Disponível em: <http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/global_principles/2009_global_corporate_governance_principles_consultation.pdf>. Acesso em 07 out. 2009.

⁵² INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION – IFC. *The Practical Guide to Corporate Governance: Experiences from the Latin American Companies Circle*. Washington, DC: IFC, 2009. Disponível em: <<http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/C33DDE650E2B859E852576250066191B?OpenDocument>>. Acesso em 20 set 2009.