

REVISÃO DA OBRIGATORIEDADE DO CONSELHO FISCAL EM COMPANHIAS DE PEQUENO E MÉDIO PORTE

Uma análise de custo-benefício de edição de norma referente a eventual dispensa do Conselho Fiscal em companhias abertas de pequeno e médio Porte pela CVM

Estudo a partir da metodologia de
Análise de Impacto Regulatório

Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA)

julho/2023



Elaboração: Equipe da Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos - ASA

Contato: asa@cvm.gov.br

O presente estudo beneficiou-se de importantes comentários e contribuições feitas pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP), pela Superintendência de Normas Contábeis e Auditoria (SNC) e pela Superintendência de Desenvolvimento do Mercado (SDM) a quem agradecemos especialmente pelo auxílio nas diversas fases do trabalho. Também gostaríamos de agradecer à Sidney Ito, à B3 e à AMEC por interações produtivas acerca do tema. **As opiniões e conclusões apresentadas neste trabalho são de seus autores e não expressam necessariamente as da Comissão de Valores Mobiliários ou de outras áreas da Autarquia.**



SUMÁRIO

SUMÁRIO EXECUTIVO.....	5
1. INTRODUÇÃO.....	10
2. IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA REGULATÓRIO.....	11
2.1. Contexto.....	11
2.2. Teoria da Agência.....	12
2.3. Ativismo Acionário e Abuso de Minoria.....	14
2.4. Conselho Fiscal - Introdução.....	15
2.5. Conselho Fiscal – Pesquisa Bibliográfica.....	16
2.6. Demais Mecanismos de Governança.....	18
2.6.1. Conselho de Administração.....	19
2.6.2. Comitê de Auditoria.....	20
2.6.3. Comitê de Auditoria vs Conselho Fiscal.....	21
2.7. Árvores do Problema Regulatório.....	28
2.8. Identificação dos Participantes Afetados pelo Problema Regulatório.....	30
3. IDENTIFICAÇÃO DA FUNDAMENTAÇÃO LEGAL DO PROBLEMA REGULATÓRIO.....	32
3.1. Fundamentação Legal do Conselho Fiscal.....	32
3.2. Os Níveis de Governança na B3.....	35
4. BENCHMARK INTERNACIONAL CONSELHO FISCAL.....	36
4.1. França.....	36
4.2. Estados Unidos.....	38
4.3. Alemanha.....	41
4.4. Reino Unido.....	43
4.5. Itália.....	45
4.6. Conclusão.....	49
5. DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS A SEREM ALCANÇADOS.....	50
6. DEFINIÇÃO DAS ALTERNATIVAS POSSÍVEIS AO ENFRENTAMENTO DO PROBLEMA REGULATÓRIO.....	51



7. IMPACTO DAS ALTERNATIVAS IDENTIFICADAS E CUSTOS REGULATÓRIOS	53
7.1. Introdução a evolução recente no uso do Conselho Fiscal.....	53
7.2. Identificação dos Custos e Benefícios das Alternativas	56
7.2.1. Custos de Compliance.....	57
7.2.1.1. Custo Direto do Conselho Fiscal	57
7.2.1.2. Custo de Atendimento do Conselho de Administração e diretoria às demandas do Conselho Fiscal.....	63
7.2.1.3. Custos de Alteração Normativa	63
7.2.2. Custos Financeiros	64
7.2.3. Custos de Oportunidade	64
7.2.4. Custos Indiretos	64
7.2.4.1. Elevação no Custo de Capital das Companhias de Menor Porte Refletindo Teórica Queda da Qualidade de Governança Corporativa Devido à Ausência do Conselho Fiscal.	64
7.2.4.2. Custo de Judicialização de Demandas que Poderiam Seriam Evitadas pela Devida Atuação do Conselho Fiscal	71
7.2.4.3. Custo de Reclamações de Investidores à CVM e Potenciais Processos Sancionadores que Poderiam ser Evitados pela Devida Atuação do Conselho Fiscal.....	72
7.2.4.4. Custo de Reclamações de Investidores à BSM e Potenciais Processos Sancionadores que Poderiam ser Evitados pela Devida Atuação do Conselho Fiscal.....	72
8. COMPARAÇÃO DAS ALTERNATIVAS CONSIDERADAS PARA A RESOLUÇÃO DO PROBLEMA REGULATÓRIO	76
9. DESCRIÇÃO DA ESTRATÉGIA PARA IMPLEMENTAÇÃO DA ALTERNATIVA SUGERIDA E FORMAS DE AVALIAÇÃO E MONITORAMENTO A SEREM ADOTADAS	80
10. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	82



SUMÁRIO EXECUTIVO

O Conselho Fiscal é um órgão social típico das sociedades anônimas brasileiras cujas funções incluem, em seu cerne, a fiscalização dos atos dos administradores com o intuito de proteger os interesses dos acionistas e de garantir a efetivação das boas práticas de governança. Positivado no art. 161 da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas ou “LSA”), o órgão possui existência obrigatória, mas funcionamento facultativo; isto é, o Conselho Fiscal pode funcionar de forma permanente na companhia – fixado no estatuto social – ou de forma temporária - instalado mediante demanda dos acionistas em Assembleia Geral, independente de previsão no estatuto social.

A problemática abordada por este estudo inicia-se com a promulgação da Lei Complementar 182 de 2021 na medida em que o art. 16 de tal dispositivo insere, na Lei das Sociedades Anônimas, os Arts. 294-A e 294-B. Ao tornar possível a dispensa da instalação temporária do Conselho Fiscal às companhias consideradas de “menor porte” - definidas como aquelas que auferem receita bruta anual de até R\$ 500.000.000,00, o dispositivo em questão suscitou a discussão sobre o ônus provocado pelo custo do Conselho Fiscal. O objetivo do estudo, portanto, é avaliar a possível dispensa facultada pelo referido marco legal.

A primeira parte deste estudo foca, justamente, na análise dos benefícios do órgão em questão que, por serem atributos de difícil mensuração quantitativa, foram examinados de forma qualitativa. Portanto, sendo capaz demonstrar, a partir de uma ampla pesquisa bibliográfica, que o Conselho Fiscal se apresenta como um mecanismo central – utilizado, muitas vezes, como artifício de ativismo acionário - na inibição de uma série de conflitos de agência, a assimetria informacional e o gerenciamento de resultados.

Outra particularidade explorada pela primeira parte da AIR é a maior representação dos acionistas minoritários na esfera de comando da companhia proporcionada pela instalação do Conselho Fiscal. A partir do aparato legal, os acionistas minoritários podem eleger, ao menos, um dos conselheiros que compõem o órgão, permitindo uma tutela mais concreta desse grupo que costuma se encontrar em uma posição de maior vulnerabilidade frente aos rumos da companhia.

Não esquecendo que tal prerrogativa pode ser usada de forma abusiva, o Conselho Fiscal ainda pode agir na inibição da remuneração excessiva dos administradores, do endividamento, da suavização dos resultados contábeis e do “*audit delay*”. Assim, analisa-se que o Conselho Fiscal, de forma geral, traz benefícios para as companhias abertas, especialmente, na esfera contábil. Salienta-se que a maior parte das fontes costuma atrelar a expressividade desses benefícios à instalação permanente (estatutária) do órgão relativamente à instalação temporária (via assembleia geral).

Outro ponto abordado por esta AIR, é a comparação do Conselho Fiscal com os demais órgãos sociais que possuem função fiscalizatória, de forma a estabelecer uma possível alternativa regulatória. Após uma comparação profunda entre Conselho de Administração, Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal,



entretanto, torna-se claro que o que acontece é uma relação de complementaridade, não uma equivalência formal. Ou seja, a fiscalização de caráter amplo e genérico e sua relação direta com os acionistas fazem com que o Conselho Fiscal não possua um substituto natural.

Vale destacar que o Comitê de Auditoria é de instalação obrigatória para as companhias abertas que desejam entrar para o segmento de governança "Novo Mercado" da B3, o que não ocorre para o Conselho Fiscal.

Em outro momento do trabalho, foram reunidas diversas jurisdições que possuem sistemas de governança distintos (França, Estados Unidos, Alemanha, Reino Unido, Itália e Portugal) com o intuito de esclarecer ainda mais a função do Conselho Fiscal e compará-lo com outras estruturas de fiscalização. Dessa análise, conclui-se que o Conselho Fiscal, em seus termos atuais, é um órgão único do Brasil. Embora Portugal, Itália e alguns países latino-americanos, como México e Argentina, possuam órgãos internos de fiscalização semelhantes ao Conselho Fiscal (até classificados como equivalentes), não existem órgãos idênticos, diante da variação de estrutura, composição e algumas funções.

A maior parte dos sistemas de governança (monistas ou dualistas) que não adotam o Conselho Fiscal - como os Estados Unidos, França, Alemanha e mesmo os sistemas italianos e portugueses que ditam a não adoção do CF - tornam obrigatória a instalação do Comitê de Auditoria, encarregando-o da fiscalização das demonstrações financeiras e dos sistemas de auditoria internos e externos da companhia. Cabe, no entanto, ressaltar que os países que adotam o modelo de governança "*Comply or Explain*", como Reino Unido e Austrália, somente recomendam tal instalação, permitindo que outros modelos de fiscalização sejam adotados, desde que devidamente justificados.

Ademais, modelos dualistas adotados por Alemanha, França, Itália, Portugal e Argentina adotam órgãos chamados, em geral, de Conselhos de Supervisão e, a despeito de serem eleitos pelos acionistas em assembleia, não devem ser considerados equivalentes ao Conselho Fiscal. Não obstante o compartilhamento de algumas funções - fiscalização dos atos dos gestores, dos controles internos e do processo de geração das demonstrações financeiras, e o possível aconselhamento aos diretores executivos - sua função é mais ligada às grandes diretrizes estratégicas da companhia; tais como a escolha dos diretores do Conselho de Gestão, a fixação de remuneração de tais executivos, até mesmo a aprovação de determinadas decisões executivas. O que, por sua vez, os aproxima do Conselho de Administração Brasileiro.

Assim e, em face do objetivo geral de diminuir os custos regulatórios de companhias abertas de menor porte observando a necessidade de proteção do acionista, sobretudo, minoritário, a presente AIR analisa as seguintes alternativas regulatórias:

- **Alternativa 1:** manutenção do Status-Quo (da obrigatoriedade).



- **Alternativa 2:** conceder a dispensa de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral proposta pela LCP 182 para todas as companhias abertas elegíveis.
- **Alternativa 3:** conceder a dispensa de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral proposta pela LCP 182 para todas as companhias abertas elegíveis, mediante a eleição pelos minoritários de uma integrante do Conselho de Administração.

A análise de impacto dessas alternativas baseou-se na metodologia do custo-benefício e se além à análise de companhias abertas registradas enquanto “Categoria A” e “Categoria B”. Dentre as 695 companhias abertas pesquisadas (posição de dezembro de 2021), constatou-se que 86% dessas optou pelo Conselho Fiscal temporário. É importante ainda frisar que, ao reduzir o universo de análise apenas às companhias abertas de capital majoritário privado da Categoria A, identificou-se que apenas 10.7% adotam o Conselho Fiscal permanente (estatutário).

Com o intuito de se aprofundar na problemática, usou-se a metodologia de custo padrão da OCDE que divide o estudo dos custos em blocos de “custos de compliance”, “custos indiretos”, “custos de oportunidade”, “custos financeiros” e “custos macroeconômicos”.

Entre os custos de compliance, estão os custos diretos que incluem o custo de instalação e operação do órgão para a companhia. O custo direto com o Conselho Fiscal, por companhia, foi, em média, de R\$ 424 mil reais por ano. Deve-se destacar, no entanto, que o custo direto do Conselho Fiscal varia de acordo com o porte companhia, ficando em média R\$ 250 mil ao ano para as companhias de menor porte, elegíveis à LCP 182.

Assim, entre as 235 companhias Categoria A nas quais o Conselho Fiscal foi instalado em ao menos um ano, 18% (43) podem ser consideradas de pequeno porte em 2021. Entre essas, o custo direto gerado pelo órgão representou 0,48% das despesas, médias, gerais e administrativas, enquanto nas companhias de maior porte, representou apenas 0,04%, percentual esse que é mais de 10 vezes menor.

Tratando-se, especificamente, do principal afetado deste estudo, companhias privadas na Categoria A e com receita bruta anual abaixo de R\$ 500 milhões, apenas 29 de 171 (17%) companhias acionaram o Conselho Fiscal de 2018 a 2021, e apenas 4 dessas 29 informaram Conselho Fiscal permanente em seus estatutos sociais. Assim, se a dispensa houvesse ocorrido, ela teria afetado em média somente 25 companhias privadas da Categoria A por ano, com valor presente de até R\$ 62 milhões.

No que diz respeito ao acionamento do órgão de fiscalização, apenas 34 das 160 companhias de menor porte com Conselho Fiscal não estatutário (inclui estatais) o fez, ao menos 1 vez, entre os anos de 2018 e de 2021. Um percentual relativamente baixo que reitera um ponto a favor da flexibilidade da obrigatoriedade da instalação do CF mediante assembleia-geral. Por outro lado, observa-se a possibilidade de um maior custo com a judicialização de demandas de acionistas e reclamações de investidores contra administradores que seriam evitadas pela presença do Conselho Fiscal sem uma alteração na estrutura de governança utilizada.



Em final análise, utilizando dados proprietários da CVM para o projeto "Custo de Observância", foi observado um custo regulatório anual comparável da ordem de R\$ 291 mil para uma companhia aberta de menor porte e que para esse subgrupo tal valor é próximo ao custo médio anual do Conselho Fiscal, o que demonstra que esse pode ser considerado alto dentro da perspectiva dos custos totais de observância das companhias de menor porte.

A parte final deste estudo compara as alternativas citadas de forma a justificar a recomendação deste AIR.

A Alternativa Regulatória 1 (manutenção da obrigatoriedade da instalação) cumula contra si – e, conseqüentemente, a favor das Alternativas 2 e 3 – argumentos contrários, tais quais aqueles referentes ao custo anual alto do órgão para as companhias abertas de pequeno porte, a quantidade pequena de jurisdições que adotam modelos de governança com órgãos semelhantes ao Conselho Fiscal e a verificação de uma menor inclinação do grupo em questão em instalar estruturas de governança mais robustas e caras, haja vista a baixa presença de Conselhos Fiscais permanentes, de Comitês de Auditoria e, conseqüentemente, de adoção dos requisitos para a classificação nos segmentos especiais de governança da B3.

Em contrapartida, favorável à Alternativa 1 encontra-se o conjunto de evidências teóricas e empíricas em favor do aumento nos níveis de proteção do acionista e governança corporativa – levando a um benefício frente à captação de investimentos – com a instalação do CF, além do interesse cada vez maior dos minoritários na indicação de membros ao Conselho Fiscal.

Deve-se frisar que as Alternativas 2 e 3 não se configuram como impeditivos frente ao desejo das sociedades de instalar o Conselho Fiscal e que a modalidade do Conselho Fiscal estatutário (permanente) não é objeto deste artigo, uma vez que a LCP 182 interfere apenas na obrigatoriedade de instalação mediante requerimento da Assembleia Geral.

Ao focar na questão da obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal frente a pedido dos acionistas, a Alternativa 2 se resume à dispensa total da mesma (que poderia acarretar a diminuição da proteção dos acionistas e dos níveis de governança corporativa da companhia, gerando possível diminuição de investimentos), enquanto a Alternativa 3 - mais flexível - permite a escolha entre dois modelos, conforme o interesse social de custo-benefício. O primeiro modelo é por meio de convenção no estatuto social, a manutenção da obrigatoriedade da instalação mediante requerimento da Assembleia Geral. O segundo determina a não-obrigação de instalação em troca do direito dos acionistas minoritários de eleger uma cadeira no Conselho de Administração, podendo esta ser a mesma já determinada como obrigatória para um conselheiro independente, equilibrando a representatividade dos acionistas com a redução de custos de observância.

Com base nas evidências teóricas e empíricas apresentadas ao longo do estudo, a recomendação deste AIR é a adoção da Alternativa 3 - **Alterar a Resolução e dispensar a obrigatoriedade da instalação do CF via assembleia geral mediante a eleição pelos minoritários de uma integrante do Conselho**



de Administração, na medida em que esta permitiria - além da possibilidade da manutenção do órgão permanente ou da obrigatoriedade de instalação mediante requerimento - a manutenção parcial benefícios de representatividade dos acionistas (em especial, minoritários) face aos controladores e a menor redução possível dos benefícios de governança frente a redução dos custos da companhia aberta de pequeno porte com o Conselho Fiscal.



1. INTRODUÇÃO

O Decreto 10.411/20 regulamenta a elaboração de Análise de Impacto Regulatório (AIR) na esfera federal. A AIR deve conter os elementos que subsidiam a recomendação da alternativa regulatória mais adequada ao enfrentamento do problema regulatório identificado e, se for o caso, à edição posterior de minuta de ato normativo a ser levada para consulta pública.

A Lei Complementar 182/21 (doravante “LCP 182”) instituiu o “Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador”, apresentando medidas de fomento ao ambiente de negócios e ao aumento da oferta de capital para investimento em empreendedorismo inovador, alterando para tanto a Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações, doravante “LSA”)¹ e a Lei Complementar 123/06 (Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte)². No que se refere esta AIR, a análise de tal dispositivo legal centralizar-se-á na inserção do art. 294-A e art. 294-B na LSA, mediante o art. 16 da LCP 182.

O primeiro artigo do dispositivo legal citado concede, dentre outras facilidades, a possibilidade de dispensa ou modulação da obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral à companhia considerada de “menor porte”, ao passo que o segundo artigo estipula a definição de “companhia de menor porte” - companhias que auferam receita bruta anual de até R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais).

A introdução de tais dispositivos pode ser compreendida como objetivando fomentar o empreendedorismo a partir da redução de custos de observância, em especial para companhias de menor porte e em estágio inicial.

Deve-se, no entanto, analisar as possibilidades introduzidas por tal dispositivo de maneira holística e cautelosa, desenvolvendo uma pesquisa mais ampla acerca do custo inerente à instalação e funcionamento do Conselho Fiscal frente à apreciação da função fiscalizatória que o Conselho Fiscal deve exercer dentro das companhias e como peça na engrenagem do sistema de governança corporativa brasileiro como um todo.

Por conseguinte, na presente AIR tais *trade-offs* serão explorados de maneira a identificar e analisar os problemas regulatórios associados ao tema, tendo como objetivo final recomendar uma alternativa regulatória apropriada aos problemas regulatórios identificados.

¹ BRASIL. Lei nº 6.404, de 5 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em: 20 dez. 2022.

² BRASIL. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm



2. IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA REGULATÓRIO

2.1. CONTEXTO

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)³, a governança corporativa consiste no “sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

Dentro desse contexto de governança corporativa é que devemos compreender a existência do Conselho Fiscal, órgão societário de existência obrigatória e funcionamento facultativo, que, ao cumprir seus deveres legais (dispostos na LSA), possui como objetivo contribuir para a efetivação das boas práticas de governança corporativa, especialmente, no que diz respeito a transparência e ao controle dos atos dos gestores da companhia em prol dos interesses dos acionistas⁴.

Conforme será analisado em maiores detalhes, no caso da revisão da obrigatoriedade da instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral em companhias de menor porte, pode-se dizer que está sendo abordada, em última instância, a questão do poder de fiscalização dos acionistas minoritários nas companhias abertas. Essa questão está inserida, em seu turno, em um contexto de mitigação de conflitos de agência e de interesses dentro da estrutura de governança corporativa das companhias, estes problemas regulatórios originários.

O problema regulatório concreto a ser avaliado, portanto, é se o custo total de instalação e manutenção do Conselho Fiscal nas companhias de menor porte é superior ao conjunto de benefícios que o Conselho Fiscal induz, considerando sua inserção no contexto mais geral de governança corporativa, ou seja, em meio a outros órgãos e atores que interagem, podendo se complementar ou suplementar. Isto é, investiga-se uma possível falha regulatória na mitigação de um outro problema regulatório originário.

Em outras palavras, do lado dos custos, existem custos diretos, como remuneração e despesas de viagens dos conselheiros⁵, além do custo de oportunidade de tempo de trabalho da administração utilizado para atender as eventuais demandas do conselho fiscal. No entanto, do lado dos benefícios,

³ Segundo sua página na internet, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) “é uma organização sem fins lucrativos, referência nacional e internacional em governança corporativa”. Seu código de governança corporativa mais recente foi construído por um conjunto de participantes de mercado interessados na boa governança das companhias (“GT Interagentes”), tendo sido adotado pela regulamentação da CVM (via Resolução CVM 80) no caráter “pratique ou explique”. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. O IBGC: referência em governança corporativa. Referência em governança corporativa. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/quemsomos>. Acesso em: 09 jan. 2023

⁴ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Guia de Orientação para o Conselho Fiscal*. 3. ed. São Paulo: IBCG, 2018. 56 p. (Cadernos de Governança Corporativa 1). Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/24005/Publicacao-IBGCorienta-CG-1ConselhoFiscal.pdf>. Acesso em: 09 jan. 2023.

⁵ Segundo o art. 162, §3º da Lei das S.A., a remuneração dos membros do Conselho Fiscal, além do reembolso das despesas necessárias ao desempenho da função, será fixada pela Assembleia Geral que os eleger, e não poderá ser inferior a 10% (dez por cento) da remuneração, em média, atribuída a cada diretor (sem computar benefícios, verbas de representação e participação nos lucros).



há de se considerar, por exemplo, a manutenção da possibilidade de maior representatividade dos acionistas minoritários na fiscalização dos administradores da companhia, bem como os benefícios indiretos gerados por tal prerrogativa. Através da eleição de ao menos um representante dos acionistas minoritários em sua estrutura, o Conselho Fiscal pode ser interpretado como uma espécie de mitigador de conflitos de agência e de conflitos de interesse engendrados por estruturas acionárias onde existem controladores (ou majoritários) versus minoritários.

2.2. TEORIA DA AGÊNCIA

Devido a separação entre propriedade e gestão das companhias, emergiu a figura dos gestores profissionais, especialistas contratados pelos acionistas para administrar as companhias, agregando-as valor econômico e, em contrapartida, remunerados. Com tal separação formam-se dois papéis distintos dentro da relação contratual estabelecida: o agente (gestor), que é um “tomador de decisões”, e o principal (acionista), que delega sua autoridade ao primeiro para que aquele tome decisões em favor de seus interesses (em especial quando se trata de maximizar seus lucros)⁶. Contudo, deve-se observar que nem sempre os objetivos do agente e do principal encontram-se alinhados, o que denota que o primeiro nem sempre tomará decisões em prol do segundo. Como resultado disso, deriva o chamado “conflito/problema de agência”.

Assim, a teoria da agência pode ser compreendida como uma teoria que analisa os conflitos (suas causas e desdobramentos) oriundos do desempenho, por parte do gestor da companhia, de suas funções motivado por seus próprios interesses, diversos dos interesses dos acionistas, apesar da relação contratual que o vincula a agir em prol desses. Em outras palavras, a teoria da agência examina o conflito de agência, que, por sua vez, ocorre devido à divergência de interesses entre os principais e os agentes. No quadro abaixo, são apresentadas as raízes dos conflitos de agência⁷:

Quadro 01 – Tipos de Conflito de Agência

Gestor Oportunista	Interesses dos acionistas conflituosos com os dos gestores.	Acionista Oportunista	Interesses dos acionistas majoritários conflituosos com os dos minoritários.
	Agentes podem vir a exercer práticas oportunistas: os gestores.		Agentes podem vir a exercer práticas oportunistas: os majoritários.
	Exemplos de práticas oportunistas atribuídas aos gestores: 1- Benefícios exorbitantes autoconcedidos. 2- Crescimento da empresa em detrimento da maximização do valor. 3- Participação acionária em empresas clientes ou fornecedoras daquela que gerenciam.		Exemplos de práticas oportunistas atribuídas aos majoritários: 1- Uso fechado de informações privilegiadas 2- Auto nomeação ou nepotismo para cargos relevante. 3- Estruturas cruzadas de participação acionária.

Fonte: SOLÉ, 2011

⁶ SILVEIRA, 2010. p. 401.

⁷ SOLÉ, 2011



Uma das mais comuns formas de materialização dos conflitos de agência é a assimetria informacional. Tal conjuntura consiste na existência de um desequilíbrio na obtenção de informações pelos envolvidos em determinada negociação comercial que, além de ferir a igualdade das partes na operação, pode impactar o funcionamento do mercado⁸. Cabe frisar que essa assimetria pode acontecer tanto entre gestores e acionistas, quanto entre acionistas controladores e minoritários, conforme Bernhoeft e Gallo⁹.

Isso ocorre na medida em que os acionistas estão distantes do controle da companhia (atendo-se à já citada separação entre propriedade e gestão) e, então, os agentes podem controlar o tipo e a profundidade da informação a ser fornecidas aos acionistas (ou a uma determinada classe de acionista). Surge, assim, a possibilidade de que o agente e o principal possuam diferentes níveis de informação sobre os rumos e negócios da companhia. A assimetria de informação, portanto, é uma característica indesejável para a dinâmica de uma companhia aberta, implicando numa série de ineficiências e consistindo num problema a ser mitigado.

Um exemplo de assimetria informacional no contexto de conflitos de agência é o gerenciamento de resultados, conduta em que os agentes manipulam os resultados contábeis da companhia com o intuito de obter um benefício particular, alterando a interpretação que os acionistas possuem sobre o desempenho da companhia e, conseqüentemente, daqueles que a administram¹⁰. As condutas mais comuns dentro do gerenciamento de resultado tendem a ser: omitir perdas, dissimular a variabilidade dos resultados reais (conhecida como suavização de resultados) e sustentar desempenho recente de forma a encobrir as conseqüências de novas ações.

Martins¹¹ apresenta a relação esperada de algumas variáveis de mercado frente a assimetria informacional, com base em pesquisas internacionais sobre o tema. Aponta ainda uma série de conseqüências negativas da assimetria informacional, tais quais: aumento do risco de mercado, redução de liquidez dos títulos emitidos, aumento do custo de capital próprio.

A governança corporativa se coloca nesta conjuntura como um instrumento capaz de harmonizar interesses, diminuir a assimetria informacional e os conflitos de agência e interesses por meio de seus mecanismos¹², uma vez que representa um sistema que monitora, dirige e incentiva as companhias, influenciando todas as partes interessadas internas ou externas¹³.

Cabe, no entanto, atentar-se que os mecanismos de governança utilizados para atenuar tais conflitos e alinhar interesses de agente e principal ensejam custos, os denominados “custos de agência”.

⁸ GEOFFREY, 2011

⁹ 2003, apud. TINOCO, ESCUDER, YOSHITAKE, *Op. Cit.*, p. 08.

¹⁰ TRAPP, 2009. apud. CARVALHO, *Op. Cit.*, p. 08.

¹¹ MARTINS, 2014, p. 34

¹² Sobre isso, ESCUDER, TINOCO, YOSHITAKE, *Op. Cit.*, p. 05 assertam: *A boa governança corporativa no Brasil significa a adoção de mecanismos que possam induzir os administradores externos ou acionistas majoritários a proteger os interesses dos acionistas minoritários, maximizando o valor das ações com decisões que objetivem e visualizem o longo prazo.*

¹³ IBCG, 2015, apud. CARVALHO, *Op. Cit.*, p. 05



Esses custos, em geral, procuram amenizar divergências mediante a fiscalização da atividade dos administradores e a criação de incentivos apropriados para os mesmos, podendo ser classificados da seguinte maneira¹⁴ :

- Gastos com desenvolvimento e implantação de sistemas de monitoramento de desempenho da gestão.
- Gastos promovidos pelo próprio agente para demonstrar para o principal que seus atos não são prejudiciais a empresa.
- Custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente.
- Perdas residuais decorrentes da diminuição da riqueza do principal, ou perda adicional de riqueza, como resultado da divergência de objetivos ou interesses do agente em relação ao do principal.

Sendo assim, conclui-se que os conflitos de agência, bem como a assimetria informacional associada, são características indesejáveis inerentes a um mercado de capitais desenvolvido, com separação entre propriedade e controle. Consistem, portanto, num problema regulatório originário, cuja mitigação passa pela constituição de um arcabouço de governança corporativa, da qual participa o Conselho Fiscal¹⁵. Por sua vez, verifica-se que tais iniciativas possuem custos específicos a serem suportados pelos acionistas, em contraponto a seus benefícios.

2.3. ATIVISMO ACIONÁRIO E ABUSO DE MINORIA

De acordo com Bortolon, Silva e Barros¹⁶, “o acionista ativista é reconhecido como aquele que, insatisfeito com algum aspecto da companhia, tenta induzir mudanças na mesma sem que seja necessário mudar o controle”. Partindo dessa premissa, o ativismo acionário, portanto, é proveniente de insatisfações dos acionistas (principais) com o desempenho dos gestores (agentes) da companhia. Face a isso, pode-se afirmar que o custo gerado pelas medidas tomadas por acionistas para interferir na gestão como, por exemplo, a ampliação do monitoramento da atuação dos administradores, devem ser entendidas como parte dos “custos de agência” anteriormente mencionados.

No Brasil, os acionistas minoritários, ao solicitarem a instalação do Conselho Fiscal, influenciam a estrutura de governança da companhia e comunicam uma demanda por maior monitoramento. Esse movimento é, portanto, uma manifestação de ativismo acionário¹⁷.

¹⁴ JENSEN, MECKLING, 1976, apud. SILVEIRA, *Op. Cit.*, p. 46

¹⁵ A título de exemplo da atuação do Conselho Fiscal frente à diminuição da assimetria informacional, especialmente quando se trata de acionistas minoritários, pode-se ressaltar que o acionista (ou grupo de acionista) que possuir ao menos 5% do capital social da companhia poderá solicitar informações diretamente a tal órgão, desde que sobre matérias de sua competência (art. 163, §6º, LSA)

¹⁶ *Op. Cit.*, p. 01

¹⁷ BORTOLON, SILVA, BARROS, *Op. Cit.*, p. 01



Tal ativismo, contudo, pode ser usado de forma maliciosa e prejudicial para com a companhia: o chamado “abuso de minoria”, o qual pode ser sucintamente definido como uma situação na qual um grupo de acionistas não controladores fomentam custos de agência unicamente com o intuito de obter vantagens individuais e não alinhadas com a missão da companhia¹⁸.

Cabe frisar que o abuso da minoria tende a ser, de fato, mais raro de se manifestar que o abuso da maioria. Entretanto, o mesmo também é possível e é capaz de engendrar custos de agência. Como exemplo, há situações onde a governança pode permitir que a minoria bloqueie ou atrase uma tomada de decisão da maioria, incorrendo no fenômeno chamado “oposição abusiva/bloqueio abusivo”¹⁹.

Von Admek²⁰ apresenta os principais tipos conceituais de abusos de minoria por categoria, sendo que em sua visão, uma das possíveis maneiras de manifestação de abuso da minoria seria o abuso na instalação ou funcionamento do Conselho Fiscal. Em teoria, tal forma de abuso pode ocorrer quando a instalação do Conselho ou a atuação de um conselheiro específico tem o intuito velado de atuar em prol (ou contra) de um grupo específico, não à companhia²¹. Necessário ressaltar que para coibir atuações disformes do Conselho Fiscal e mitigar os eventuais custos de agência associados, o art. 165 da LSA responsabiliza os conselheiros fiscais que não exerceram suas funções no exclusivo interesse da companhia, independentemente se foram indicados por controladores ou minoritários.

2.4. CONSELHO FISCAL - INTRODUÇÃO

O Conselho Fiscal é um órgão social típico da estrutura de governança corporativa das companhias brasileiras. Trata-se de um órgão de existência obrigatória, mas de funcionamento facultativo – podendo ser instalado de forma permanente (via estatuto social) ou temporária (instalado via voto favorável em assembleia geral). De acordo com o art. 163 da LSA, suas competências englobam fiscalizar os atos dos administradores, averiguar o relatório anual da administração, opinar sobre modificações no capital social e emissões de debentures ou bônus de subscrição, denunciar os órgãos da administração em caso de irregularidade, convocar a assembleia geral extraordinária quando houver necessidade, analisar as demonstrações financeiras ordinariamente e exercer essas atribuições também em caso de liquidação da companhia.

A composição do Conselho Fiscal é de no mínimo três e no máximo cinco membros, conforme art. 161. No entanto, deve-se frisar que tais membros devem possuir graus elevados de independência para maior eficácia do órgão, sendo impossibilitados os membros de órgãos da administração e empregados da companhia ou de sociedade controlada ou do mesmo grupo, tampouco o cônjuge ou parente, até

¹⁸ ADAMEK, 2010, p. 168

¹⁹ VON ADMECK, *Op. Cit.*, p. 46

²⁰ VON ADMEK, *Op. Cit.*, p. 155

²¹ VON ADMECK, *Op. Cit.*, p. 168-169



terceiro grau, de administrador da companhia (art. 162, §2º, LSA). Frente a essa independência de seus membros e a subordinação somente à assembleia geral que elegeu seus membros, pode-se concluir que o Conselho Fiscal é insubordinado tanto ao Conselho de Administração, quanto à Diretoria, o que, em teoria, o permite exercer suas competências de forma imparcial e completa.

Um ponto relevante para a discussão das opções regulatórias é a questão da representatividade do Conselho Fiscal. Os titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com direito restrito podem eleger em votação em separado ao menos um membro do Conselho, tal como os acionistas minoritários que, em conjunto, representem, ao menos, 10% das ações com direito de voto ou 5% das ações sem direito a voto. Portanto, na prática, um Conselho Fiscal de 5 (cinco) membros pode ter até 2 (dois) representantes dos minoritários e 3 (três) dos controladores.

O art. 165 da LSA nos afirma que os conselheiros fiscais possuem os mesmos deveres fiduciários perante a companhia que os administradores, estando sujeitos a processos cíveis no caso de omissão ou atos indevidos. Sendo assim, conforme afirma o IBGC, “a responsabilidade dos conselheiros é para com a companhia, independentemente daqueles que os tenham indicado”²². Dessa forma, pode-se auferir que o Conselho Fiscal atua na proteção de todos os acionistas frente aos administradores e em prol do tratamento igualitário entre os acionistas (minoritários e controladores²³).

Assim, torna-se possível compreender as razões que embasaram a determinação legal de existência de um órgão fiscalizador independente em todas as sociedades anônimas: garantir, a todos os acionistas, em especial os minoritários²⁴, representatividade na fiscalização da gestão da companhia e conferir maior segurança ao investidor de que o estatuto social, o qual concordou, está sendo cumprido. Com a materialização dessas garantias, o Conselho Fiscal pode impactar diretamente o conflito de agência e a assimetria informacional, diminuindo-os dentro das companhias²⁵.

2.5. CONSELHO FISCAL – PESQUISA BIBLIOGRÁFICA

A bibliografia a respeito do Conselho Fiscal perpassa diferentes áreas de pesquisa, com diferentes enfoques. Existem publicações nas áreas de contabilidade, finanças, economia, administração e direito. Na presente seção um resumo de uma pesquisa bibliográfica sobre o tema será apresentado.

Procianoy²⁶ reporta benefícios para as companhias com um Conselho Fiscal instalado na forma de maiores retornos sobre o patrimônio líquido e menores custos de dívida. O autor analisou o desempenho das ações de uma amostra de companhias brasileiras no período de 2004 a 2009 e concluiu que as Companhias com um Conselho Fiscal ativo tenderam a possuir maior ROE naquele período.

²² GT INTERAGENTES. IBGC, 2016. p. 64.

²³ Sobre isso, ESCUDER e MIASHIRO (2006) dispõem: *O conselho fiscal, como órgão de controle está subordinado diretamente a assembleia de acionistas, tendo o controlador o domínio de todos os órgãos da empresa, o que, traria uma maior presença de um conselheiro fiscal devidamente habilitado à defesa dos interesses dos minoritários.*

²⁴ A exposição de motivos da LSA é taxativa quando atrela os benefícios do Conselho Fiscal à representatividade concedida aos minoritários. O órgão já era criticado como inócuo anteriormente à LSA devido à influência dos majoritários em sua composição, e a opção por funcionamento facultativo, a pedido de minorias acionárias, foi considerada naquele momento a solução ideal entre custos de agência e benefícios de governança.

²⁵ BAIOCO, ALMEIDA, 2017. apud. CARVALHO, 2018.

²⁶ 2014, p. 170



Sobre a instalação do Conselho Fiscal em caráter permanente ou não, Silva²⁷ procedeu a uma modelagem da relação da utilização do órgão dentro de um conjunto de companhias brasileiras com variáveis como seu tamanho, endividamento e desempenho. A autora verificou uma relação positiva entre o tamanho da sociedade e a existência de um Conselho Fiscal estatutário (permanente). Outra conclusão do estudo consiste em que companhias com maiores indicadores de endividamento tendem a possuir o órgão instalado via assembleia, não permanentemente.

A literatura a respeito do tema já sinalizou que diversos fatores podem influenciar a qualidade do monitoramento do Conselho Fiscal, tais como a independência de seus membros, seu tamanho e a frequência de suas reuniões - que, por sua vez, refletem se o órgão é permanente ou não.

Bortolon, Silva e Barros²⁸ relacionam as solicitações de instalação do Conselho Fiscal com as características do monitoramento, estrutura de propriedade e o desempenho das empresas. Em seu estudo, foram consideradas 88 empresas através de 341 observações abarcando os anos de 2010, 2012, 2014 e 2016. A amostra foi composta por companhias alvo de solicitação de instalação do Conselho Fiscal via assembleia versus companhias que não possuem o órgão instalado permanentemente e que não instalaram o Conselho. A comparação entre os dois grupos de empresas trouxe evidências em favor de que as empresas que são alvo de solicitação de instalação via assembleia têm menor proporção de conselheiros independentes e pior desempenho financeiro, o que corroboraria a hipótese de que o Conselho Fiscal é usado para mitigar os problemas como assimetria informacional e conflitos de agência. Ademais, em suas conclusões os autores apontam que pedidos de instalação do Conselho Fiscal são mais frequentes em companhias com estruturas de governança corporativa menos robustas.

Outro ponto importante relacionado consiste na possibilidade de suavização dos resultados contábeis. A suavização dos resultados, segundo Carvalho (2018, p. 12-17), é uma prática ilegal na qual os administradores buscam manipular os dados contábeis com a finalidade de reduzir a variabilidade dos resultados e conseqüentemente reduzir a percepção de risco dos investidores. A autora verificou que essa prática está positivamente relacionada com a ausência de um Conselho Fiscal permanente e com uma menor quantidade de membros em tal órgão de fiscalização.

Borba e Santos (2018, p. 66-68)²⁹, por sua vez, analisaram a relação do Conselho Fiscal com a mitigação de riscos de agência relacionados à esfera contábil utilizando como variável explicativa o nível de atraso na entrega do parecer da auditoria independente, denominado pela literatura como *“audit delay”*. O atraso na entrega de tal parecer, segundo as autoras, deriva da necessidade de um trabalho excessivo por parte dos auditores, o que poderia ser capaz de indicar riscos, os quais podem ser derivados de controles internos defeituosos, da qualidade inferior das demonstrações financeiras ou até mesmo da falta de integridade por parte dos gestores. Para tanto, foi utilizada uma análise de dados em painel

²⁷ 2017, apud. CARVALHO, *Op. Cit.*, p. 07.

²⁸ BORTOLON, SILVA, BARROS, 2019.

²⁹ BORBA, SANTOS, 2018.



contendo companhias listadas na B3 de 2014 a 2016. Acerca do Conselho Fiscal, foi constatado que a instalação permanente (estatutária) do mesmo influencia negativamente a existência de “*audit delay*” (ou seja, faz com que a mesma diminua, o que seria um benefício em termos de governança corporativa). Todavia, as autoras também identificam que quanto maior for a quantidade de membros do Conselho Fiscal, maiores tendem a ser os dias de atraso.

Sobre a relação entre os custos de agência e o Conselho Fiscal, Carvalho (2016, p.1)³⁰ verificou que a instalação do Conselho Fiscal pode ser um fator inibidor de remuneração excessiva para os membros do Conselho de Administração e Diretoria. O estudo citado tomou como base uma amostra das 100 maiores empresas listadas na B3 de 2010 e 2013, e nesse aspecto o Conselho Fiscal instalado de maneira permanente tenderia a reduzir os custos de agência com base na inibição de uma remuneração muito acima da média para os conselheiros de administração. No entanto, a autora não registrou distinção entre o nível de remuneração do Conselho de Administração entre as companhias com o Conselho Fiscal instalado mediante assembleia e as demais companhias.

Em conclusão, a literatura consultada tende a reportar evidências de que existem benefícios (não quantificados) provocados pela instalação do Conselho Fiscal, no que abarca a mitigação de conflitos de agência e de interesses nas companhias abertas, em especial na esfera contábil. Contudo, a maior parte das conclusões costuma atrelar tais benefícios de maneira mais robusta à instalação permanente (estatutária) do órgão do que à instalação temporária (via assembleia geral).

2.6. DEMAIS MECANISMOS DE GOVERNANÇA

Para o curso normal das atividades da uma companhia é inevitável que haja transferência de poder dos acionistas para os administradores, com vistas a permitir a tomada rápida e eficiente de decisões que os negócios exigem³¹. Essa transferência de poder, por sua vez, pode engendrar conflitos de agência e de interesses que devem ser mitigados. Logo, uma estrutura eficiente de governança corporativa é de vital importância para controle, alinhamento de interesses e transparência na relação entre os administradores e a companhia.

Nessa seara, existem diversos tipos de mecanismos de governança corporativa, porém uma classificação relevante para os propósitos deste trabalho diz respeito ao caráter interno ou externo de atuação dentro da companhia. Mecanismos internos são aqueles dispositivos de governança que funcionam dentro das companhias, tais como a fiscalização das ações da diretoria. Exemplos de mecanismos internos de governança corporativa englobam os órgãos societários de governança, mais especificamente, o Conselho de Administração, o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal. Os mecanismos externos, em seu passo, são aqueles que tratam da adequação da companhia a regulamentações externas a ela própria, como, por exemplo, auditoria independente sobre as demonstrações financeiras³².

³⁰ CARVALHO, 2016.

³¹ TINOCO, ESCUDER, YOSHITAKE, 2011.

³² CARVALHO, 2018.



As seguintes subseções buscam apresentar alguns mecanismos internos de governança, descrevendo brevemente suas funções e fazendo comparativos com o Conselho Fiscal, dado que, em alguns casos, podem existir interseções em suas atuações. Compreender essas relações são importantes para a apresentação de alternativas regulatórias capazes de enfrentar o problema regulatório, na medida em que ajudam a verificar a posição do sistema de governança corporativa na ausência e na presença do Conselho Fiscal.

2.6.1. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

De acordo com Silveira³³, “o conselho de administração é o elo entre os acionistas e a gestão diária das companhias.”. Em tese, o órgão possui como objetivo a tomada mais eficiente de decisões, visando sempre os interesses dos acionistas e a busca por maximizar o valor de longo prazo da companhia. Ainda acerca de sua definição, o Código de Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas do IBGC³⁴ diz:

O conselho de administração é o órgão central do sistema de governança corporativa, sendo responsável por exercer o papel de guardião dos princípios, dos valores, do objeto social e do sistema de governança da companhia, prevenir e administrar conflitos de interesses e buscar que cada parte interessada receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a companhia e ao risco a que está exposta.

Tal mecanismo de governança consiste em um órgão obrigatório para as companhias abertas (art. 138, §2º, LSA), é colegiado (ou seja, toma decisões em unidade), seus membros são eleitos diretamente pelos acionistas mediante assembleia geral e podem ser destituídos a qualquer momento³⁵. Ademais, a LSA atualmente determina a existência de um número suficiente de conselheiros independentes tendo como aspiração tornar mais robusta a mitigação e administração dos conflitos de agência e de interesses dentro da companhia³⁶.

As funções do Conselho de Administração que contribuem de tal forma para o sistema de governança são, sobretudo, as de conferir as diretrizes principais dos negócios da companhia e de monitorar os deveres fiduciários dos diretores executivos em prol dos interesses dos acionistas³⁷. Nesse sentido, conforme o art. 142 da LSA, compete também ao Conselho de

³³ *Op. Cit.*, p. 258

³⁴ GT INTERAGENTES. IBGC, 2016, p. 30

³⁵ *De acordo com as práticas recomendadas, os conselheiros independentes, por não terem nenhum vínculo especial com executivos ou acionistas relevantes (ou outros conflitos de interesses), estariam mais bem posicionados para tomar decisões imparciais visando ao melhor resultado de longo prazo da companhia. Como resultado, praticamente todos os documentos de governança recomendam uma substancial proporção de membros independentes nos conselhos, idealmente compondo a maioria do órgão.* SILVEIRA, *Op. Cit.*, p. 262

³⁶ O art. 140, § 2º, comanda que na composição do conselho de administração das companhias abertas, é obrigatória a participação de conselheiros independentes, nos termos e nos prazos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários, regulamentação essa presente na Resolução CVM 168, de 20 de Setembro de 2022.

³⁷ SILVEIRA *Op. Cit.* p. 258



Administração eleger e destituir diretores, fiscalizar a operacionalização da gestão por parte dos diretores, escolher e destituir os auditores independentes, dentre outras atribuições.

Com o intuito de tornar o funcionamento do Conselho de Administração mais eficiente, os códigos de governança corporativa ao redor do mundo propõem a criação de comitês de assessoramento que contenham conselheiros e que não tenham poder deliberativo – isto é, esses comitês só podem analisar conjunturas e recomendar ações para o Conselho de Administração³⁸. Dentre esses comitês, se destacam o Comitê de Remuneração, o Comitê de Nomeação e o Comitê de Auditoria, o último a ser explorado com mais detalhes.

2.6.2. COMITÊ DE AUDITORIA

O Comitê de Auditoria é um órgão de assessoramento do Conselho de Administração, cuja missão consiste em auxiliar o Conselho em assuntos relacionados às demonstrações financeiras, controles internos da companhia e auditoria independente³⁹. Recomenda-se que esse órgão seja composto por, ao menos, um integrante do próprio Conselho de Administração, e que tais membros, em sua totalidade (ou maioria), sejam independentes⁴⁰.

Ademais, recomenda-se que pelo menos um dos membros deve ser identificado como especialista contábil-financeiro e ter conhecimento e experiência comprovada no processo de preparação das demonstrações financeiras, dos controles internos e das práticas contábeis e outros princípios contábeis utilizados na apresentação das informações financeiras⁴¹. Não há recomendações sobre a duração do mandato dos seus membros ou sobre a remuneração dos mesmos. Somente se expressa que a mesma deve ser decorrente do exercício efetivo da função e que membros do Conselho de Administração que compõem o Comitê de Auditoria podem justificar uma remuneração adicional ao que já recebem⁴².

Conforme mencionado, as funções do Comitê de Auditoria podem ser agrupadas em três principais frentes. A primeira é a gestão e acompanhamento do processo de auditoria independente, a ser conduzida por uma empresa de auditoria independente devidamente registrada na CVM. Tal órgão é diretamente responsável pela nomeação, remuneração e supervisão (em nível mais alto) do trabalho de qualquer empresa de auditoria independente que preste serviços para a companhia, sendo incumbido, inclusive, da resolução de divergências entre a administração e o auditor acerca das demonstrações financeiras.

³⁸ Ibid., p. 264

³⁹ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, IBGC, 2015. p.79

⁴⁰ Ibid.

⁴¹ Ibid.

⁴² IBGC, 2016, p. 54



A segunda é a fiscalização (em nível mais alto) do processo de elaboração das demonstrações financeiras, auxiliando a assegurar que estejam de acordo com os princípios aceitos de contabilidade e que sejam um reflexo fiel da verdadeira situação econômica e financeira da companhia.

Por fim, a terceira é a gestão e acompanhamento dos controles internos e auditoria interna, contribuindo assim para o fortalecimento do *compliance* na Companhia.

Cabe mencionar ainda que as companhias abertas podem optar por uma modalidade específica de Comitê de Auditoria: o Comitê de Auditoria Estatutário (CAE)⁴³. Regulamentado pela Resolução CVM 23⁴⁴, o CAE é um órgão de assessoramento do Conselho de Administração tal qual o Comitê de Auditoria regular. Além de possuir requisitos mais estritos de governança e independência, sua adoção permite que a habitual rotação do responsável técnico, diretor, gerente ou outro membro da equipe de auditoria independente com função de gerência passe de 5 (cinco) para 10 (dez) anos⁴⁵.

2.6.3. COMITÊ DE AUDITORIA VS CONSELHO FISCAL

Um ponto relevante para a revisão da obrigatoriedade da instalação do Conselho Fiscal via assembleia em companhias de menor porte é a comparação do Conselho Fiscal com outros órgãos de controle e governança da companhia, em especial o Comitê de Auditoria (enquanto parte do Conselho de Administração). O motivo dessa comparação é a verificação de relações de interseção, diferenças e complementariedade nas atividades que esses órgãos executam.

Em primeiro lugar, deve-se enfatizar uma diferença conceitual entre ambos. O Comitê de Auditoria é um órgão de assessoramento do Conselho de Administração, devendo incluir, ao menos, um de seus membros (porém podendo contar com membros externos) e cujos membros são nomeados pelo próprio Conselho de Administração (os quais são, por sua vez, são eleitos pelos acionistas). O Conselho Fiscal é um órgão colegiado completamente independente, que é diretamente eleito pelos acionistas e responde somente a esses (inclusive aos minoritários). Ou seja, em teoria, a independência formal do Conselho Fiscal, bem como sua relação de subordinação aos acionistas tende a ser maior do que a verificada no Comitê de Auditoria.

Ademais, os objetos de foco de fiscalização e controle não são equivalentes. As funções do Conselho Fiscal, estipuladas no art. 163 da LSA, são mais amplas e genéricas no que tange a

⁴³ Os comitês de auditoria podem estar ou não previstos em estatuto social. No entanto, sua previsão estatutária, ao menos em teoria, sinaliza uma maior robustez da governança, considerando uma maior constância em relação ao responsável pela auditoria da companhia. Face ao exposto, é possível compreender por que é a modalidade recomendada pelo "Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas" do IBGC (IBGC, 2016, p. 50). Ademais, cabe mencionar que o Comitê de Auditoria Estatutário é um órgão obrigatório da composição das empresas públicas e sociedades de economia mista (art. 9º, III, e art. 24, Lei 13.333/2016), sendo, nessa modalidade, regulados pela própria Lei das Estatais na Seção VII do Capítulo II.

⁴⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução 23, de 25 de fevereiro de 2021.

⁴⁵ Art. 31-A, I, Res. CVM 23 de 25 de fevereiro de 2021



fiscalização dos atos dos administradores em geral, ainda que a LSA também seja prescritiva na previsão de fiscalização de questões contábeis e financeiras da companhia. O Comitê de Auditoria, em seu turno, **especializa-se** em questões associadas às demonstrações financeiras da companhia, tais como o relacionamento da companhia com sua auditoria independente e os controles internos necessários para geração das demonstrações financeiras. É em relação a essa seara específica a qual se poderia teorizar que o Comitê de Auditoria enseja maiores benefícios que o Conselho Fiscal⁴⁶. Por fim, de acordo com o IBGC⁴⁷, esse não substitui ou torna dispensável a instalação do Conselho Fiscal.

A respeito disso, a pesquisa de Baioco e Almeida⁴⁸ argumenta que tais órgãos, ao trabalharem em conjunto, impactam positivamente diferentes fatores da companhia. Os autores concluem que existe uma relação direta entre a presença permanente do Conselho Fiscal e a relevância do patrimônio líquido, ao passo que a presença do Comitê de Auditoria impactaria positivamente a qualidade da informação contábil e a diminuição da prática de manipulação de resultados financeiros⁴⁹.

O quadro a seguir apresenta uma comparação geral entre o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal:

⁴⁶ O próprio Código de Governança Corporativa do IBGC (2015, p. 82-83) argumenta que o Comitê de Auditoria não equivale funcionalmente ao Conselho Fiscal. Primeiramente pela independência do último enquanto órgão de fiscalização dos acionistas enquanto o primeiro funciona como órgão de assessoramento do Conselho de Administração. E, em seguida, pelas diferentes funções que exercem dentro da companhia, tópico que será abordado com profundidade pelo quadro 02 abaixo.

⁴⁷ IBGC, 2015, p. 82

⁴⁸ 2017, *apud*, CARVALHO, *Op. Cit.* p. 07

⁴⁹ Segundo Schipper (1989, p. 92), *gerenciamento de resultados é a "intervenção proposital no processo de informação das demonstrações financeiras externas, com a intenção de obter algum benefício particular (contrário ao processo neutro de reportar resultados financeiros)".* CARVALHO, *Op. Cit.* p. 04



Quadro 02 – Comparativo Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal

	COMITÊ DE AUDITORIA	CONSELHO FISCAL
Instalação	<p>Voluntária para companhias abertas regidas pela LSA e registradas na CVM.</p> <p>O segmento de listagem especial da B3 “Novo Mercado” exige a instalação de Comitê de Auditoria (estatutário ou não) na companhia.⁵⁰</p> <p>Caso a Companhia deseje estender o rodízio de auditores independente, a CVM, conforme parâmetros da Resolução CVM 23, exige a instalação de um Comitê de Auditoria Estatutário (CAE)⁵¹.</p>	<p>Conforme a LSA, é um órgão de existência obrigatória, mas funcionamento facultativo. Isto é, sua instalação de fato pode ocorrer de forma permanente (estatutária) e estará disposta no estatuto social, ou de forma temporária, decidida mediante assembleia geral (referente a cada exercício social).</p>
Função	<p>Órgão de assessoramento ao Conselho de Administração, para auxiliá-lo no controle sobre a qualidade de demonstrações financeiras e controles internos, visando a confiabilidade e integridade das informações para proteger a organização e todas as partes interessadas.⁵²</p>	<p>Órgão técnico/consultivo de fiscalização dos acionistas e insubordinado à gestão da companhia.</p>
Composição	<p>Sugere-se o mínimo de três membros e que todos (ou, ao menos, a maioria) sejam independentes, mesmo que necessariamente integrantes do Conselho de Administração.⁵³</p>	<p>Mínimo de três e máximo de cinco membros (necessariamente pessoas físicas), acionistas ou não, eleitos pela Assembleia Geral.⁵⁴</p>
Qualificações dos Membros	<p>Pelo menos um dos membros deve ser identificado como especialista contábil-financeiro.⁵⁵</p> <p>Esse especialista deverá apresentar de preferência um currículo, constando atribuições anteriormente exercidas nas áreas de finanças, auditoria e conhecimento do processo de preparação das demonstrações financeiras, dos controles internos e das práticas contábeis brasileiras⁵⁶.</p>	<p>De acordo com a LSA, exige-se que o membro tenha formação universitária ou tenha exercido por, no mínimo, três anos, cargo de administrador de empresa ou de conselheiro fiscal⁵⁷. Não há recomendação expressa na lei quanto à experiência em finanças.</p>

⁵⁰ B3 (Brasil). **Segmentos de Listagem: novo mercado**. Novo Mercado. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-e-missores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 20 out. 2022.

⁵¹ E esta modalidade, em específico, é recomendada pelo “Código de Governança Corporativa – Companhias Abertas” do IBGC. IBGC, 2016, p. 50

⁵² IBGC, 2017, p.79

⁵³ IBGC, 2015, p.79

⁵⁴ Art. 161, § 1º, LSA

⁵⁵ IBGC, 2015, p.79

⁵⁶ No caso de as demonstrações financeiras primárias serem apresentadas de acordo com outra prática contábil (US GAAP ou IFRS), o especialista deverá ter conhecimento dessas práticas.

⁵⁷ Art. 162, caput, LSA



	COMITÊ DE AUDITORIA	CONSELHO FISCAL
Eleição dos Membros	São escolhidos pelos administradores entre os próprios membros do Conselho de Administração, desde que atendam aos quesitos de independência	Os titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito podem eleger, ao menos, um membro do Conselho. ⁵⁸ Igual direito é conferido aos minoritários que representem, conjuntamente, ao menos 10% das ações com direito de voto. ⁵⁹ Os demais membros (número dos escolhidos pela minoria e preferenciais mais um ⁶⁰) são eleitos por acionistas com pleno direito a voto. ⁶¹
Mandato	Não há nada na lei ou nos Códigos sobre o limite máximo de exercícios sociais que um membro do Comitê de Auditoria possa exercer.	Eleitos pela assembleia geral com mandato até a próxima AGO que se realizar após sua eleição. Podem ser reeleitos. ⁶²
Independência	O Comitê de Auditoria deve, preferivelmente (mas não obrigatoriamente), ser compostos somente (ou, ao menos, em sua maioria) por conselheiros independentes e coordenado por um conselheiro independente ⁶³ .	Os membros do Conselho Fiscal devem ser independentes e não subordinados aos administradores e gestores da Companhia. ⁶⁴ Não podem compor o Conselho Fiscal: membros de órgãos da administração e empregados da companhia ou de sociedade controlada ou do mesmo grupo, tampouco o cônjuge ou parente, até terceiro grau, de administrador da companhia. ⁶⁵
Remuneração	Valor decorrente do exercício efetivo da função. Os membros do Conselho de Administração que participam do Comitê de Auditoria podem ter uma remuneração adicional à remuneração usual. Tal remuneração adicional deverá ser aprovada pela Assembleia Geral. ⁶⁶	Será fixada pela Assembleia Geral e devem ser adequadas "à dedicação de tempo esperada do profissional, à complexidade dos negócios, à experiência e à qualificação necessárias ao exercício da função". ⁶⁷ Ademais, não poderá ser inferior a 10% do que, em média, for atribuído a cada diretor (sem computar benefícios, verbas de representação e participação nos lucros desses). ⁶⁸ Além disso, a Companhia deverá reembolsar obrigatoriamente despesas de locomoção, estadia e qualquer outra despesa inerente ao desempenho da função de conselheiro. ⁶⁹

⁵⁸ Art. 161, §4º, "a", LSA

⁵⁹ Ibid.

⁶⁰ Na prática, um Conselho de cinco membros poderá ter dois representantes dos minoritários e três dos controladores.

⁶¹ Art. 161, §4º, "b", LSA

⁶² Art. 161, § 5º, LSA

⁶³ IBGC, 2015, p. 79

⁶⁴ "Instrumento de fiscalização eleito pelos acionistas e, por lei, não se subordina ao conselho de administração nem à diretoria." IBCG, 2016, p. 52

⁶⁵ Art. 162, § 2º, LSA

⁶⁶ IBGC, 2015, p. 54

⁶⁷ IBGC, 2015, p. 84

⁶⁸ Art. 162, § 3º, LSA

⁶⁹ Ibid.



	COMITÊ DE AUDITORIA	CONSELHO FISCAL
Competências	Assistir ao Conselho de Administração em suas responsabilidades de fiscalizar e controlar a qualidade das demonstrações financeiras, controles internos, gerenciamento de riscos e <i>compliance</i> . ⁷⁰	Fiscalizar as atividades dos administradores da companhia, verificando o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários (art. 163, I, LSA)
	Avaliar a contratação, a substituição e a remuneração dos auditores independentes, além de supervisionar suas atividades. ⁷¹	Avaliar a contratação, a substituição e a remuneração dos auditores independentes, além de supervisionar suas atividades. ⁷⁷
	Deve supervisionar a independência do auditor independente frente a Companhia, a qualidade e os resultados dos trabalhos. ⁷²	Deve supervisionar a independência do auditor independente frente a Companhia, a qualidade e os resultados dos trabalhos. ⁷⁸
	Monitoramento da efetividade e da qualidade dos controles internos da Companhia. ⁷³	Monitoramento da efetividade e da qualidade dos controles internos da Companhia. ⁷⁹
	Fiscalização do cumprimento das leis, regulamentos e sistemas de <i>compliance</i> pela sociedade. Ademais, deve auxiliar com o monitoramento de aspectos de ética e conduta, incluindo a efetividade do código de conduta e do canal de denúncias e eventual existência de fraude. ⁷⁴	Fiscalização do cumprimento das leis, regulamentos e sistemas de <i>compliance</i> pela sociedade. Ademais, deve auxiliar com o monitoramento de aspectos de ética e conduta, incluindo a efetividade do código de conduta e do canal de denúncias e eventual existência de fraude. ⁸⁰
	Monitorar a qualidade do processo contábil e das práticas contábeis escolhidas, da preparação das demonstrações financeiras e quaisquer outras informações apresentadas a terceiros. ⁷⁵	Monitorar a qualidade do processo contábil e das práticas contábeis escolhidas, da preparação das demonstrações financeiras e quaisquer outras informações apresentadas a terceiros. ⁸¹
	Supervisão da estrutura e das atividades de gerenciamento de riscos promovidas pela gestão da companhia (incluindo os riscos operacionais, financeiros, estratégicos e de imagem), checando seu alinhamento com as diretrizes determinadas pelo Conselho de Administração. ⁷⁶	Supervisão da estrutura e das atividades de gerenciamento de riscos promovidas pela gestão da companhia (incluindo os riscos operacionais, financeiros, estratégicos e de imagem), checando seu alinhamento com as diretrizes determinadas pelo Conselho de Administração. ⁸²
	Acompanhar os trabalhos da auditoria interna, observando sua qualidade, estrutura e resultados. a independência dos auditores. ⁸³	Convocar a Assembleia Geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de um mês tal convocação, podendo incluir na agenda das mesmas matérias que achar relevante. (art. 163, V, LSA)
	Avaliação e fiscalização dos controles existentes para as transações da Companhia com partes relacionadas, assim como sua divulgação. ⁸⁴	Convocar a Assembleia Geral extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda da respectiva assembleia as matérias que considerarem necessárias; (art. 163, V, LSA)
	Requerer informações de políticas e ações associadas a remuneração da gestão da companhia, a utilização de ativos do mês a e as despesas em seu nome. ⁸⁵	Solicitar esclarecimentos e informações dos órgãos de gestão e auditores independentes a pedido de qualquer conselheiro (desde que relacionados à fiscalização, elaboração de demonstrações financeiras ou contábeis especiais) (art. 163, §§2º e 4º, LSA)
Produzir relatório anual resumido, apresentando suas atividades, resultados, conclusões e recomendações, além de quaisquer divergências entre a administração, os auditores independentes e o Comitê com relação às demonstrações financeiras. ⁸⁶	Fornecer ao acionista (ou grupo de acionistas) que representem, no mínimo 5% do capital social, informações sobre matérias de sua competência, sempre que solicitadas, (art. 163, §6º, LSA)	
	Formular questões a serem respondidas por perito ao apurar um fato que necessite ser esclarecido. Ademais, o Conselho Fiscal escolherá tal perito a partir de uma indicação tríplice da diretoria. (art. 163, §8º, LSA)	

Fonte: Elaborado pelos autores.

⁷⁰ IBGC, 2016, p. 50

⁷¹ Art. 31-D, II, "a", Resolução CVM 23

⁷² IBGC, 2015, p. 80

⁷³ Ibid.

⁷⁴ Ibid.

⁷⁵ Ibid.

⁷⁶ Ibid.

⁷⁷ Art. 31-D, II, "a", Resolução CVM 23

⁷⁸ IBGC, 2015, p. 80

⁷⁹ Ibid.

⁸⁰ Ibid.

⁸¹ Ibid.

⁸² Ibid.

⁸³ Ibid.

⁸⁴ Ibid.

⁸⁵ Art. 31-D, IV, Resolução CVM 23

⁸⁶ Art. 31-D, IV, Resolução CVM 23



Com base na classificação de Pontes (2009, p.160-162)⁸⁷ para a natureza e a execução das funções do Conselho Fiscal, conforme previstas no art. 163 da LSA, pode-se ainda elaborar o seguinte quadro analítico, onde busca-se funções análogas às do Conselho Fiscal em outros mecanismos de governança corporativa. Como uma ressalva, rotula-se como complementaridade uma relação de contornos de semelhança, porém não de equivalência formal. Ou seja, as funções do Conselho Fiscal encontram relações de complementaridade com outros mecanismos de governança, não de substituição.

Quadro 03 – Comparativo de Atribuições do Conselho Fiscal em Outros Órgãos

Função	Natureza	Execução	Complementaridade em outros mecanismos formais de governança
I - Fiscalização legal da gestão:	Revisional/opinativa	Individual	Conselho de Administração (art. 142, III, LSA)
II - Emissão de Parecer Anual (Controle Contábil e Financeiro)	Revisional/opinativa	Colegiada	Conselho de Administração (art. 142, V, LSA)
III - Oitivas prévia sobre a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão (fiscalização legal da gestão);	Revisional/opinativa	Colegiada	Conselho de Administração (art. 142, VI e VII, LSA)
IV - Denúncia de erros ou fraudes	Revisional/opinativa	Individual	Conselho de Administração (art. 142, III, LSA)
V - Convocação Supletiva;	Executiva	Colegiada	Conselho de Administração (art. 142, IV, LSA) Diretoria (art. 150, §1º, LSA)
VI - Análise do Balancete e Demais Demonstrações Financeiras (Controle Contábil e Financeiro)	Revisional/opinativa	Colegiada	Auditoria independente (art. 25, I e IV, Res CVM 23,) Comitê de Auditoria Estatutário (art. 31-D, III, Res CVM 23,)
VII- Examinar e opinar sobre demonstrações financeiras; (Controle Contábil e Financeiro)	Revisional/opinativa	Colegiada	Auditoria independente (art.25, I e IV, Res CVM 23) Comitê de Auditoria Estatutário (art. 31-D, III, Res CVM 23)
§ 4º Supervisão da auditoria independente (Controle Contábil e Financeiro)	Revisional/opinativa	Individual ou Colegiada	Comitê de Auditoria Estatutário (art. 31-D, II, Res CVM 23)
§ 6º Fornecimento obrigatório de esclarecimentos a minoritários que representem, ao menos, 5% do capital social (fiscalização legal da gestão)	Revisional/opinativa	Colegiada	Regime geral de divulgação de Fato Relevante (Resolução CVM 44)

Fonte: Elaborado pelos autores.

⁸⁷ PONTES, 2009, p.160-162.



Por fim, é necessário pontuar que existe uma situação atípica, que permite que o Conselho Fiscal e o Comitê de Auditoria substituam um ao outro a partir de certas modificações: o caso do Conselho Fiscal Adaptado ou “turbinado”. Essa modalidade especial de Conselho Fiscal é uma opção para toda companhia brasileira que negocia seus valores mobiliários no mercado norte-americano e no Brasil ao mesmo tempo. Com respaldo num acordo da CVM com a SEC (Securities and Exchange Commission)⁸⁸, tal opção implica em uma adaptação de funções⁸⁹ do Conselho Fiscal para realizar todas as atribuições exigidas nos EUA para um Comitê de Auditoria (conforme as regras 303A.0690 e 303A.0791 da NYSE e a regra 10A-3 da SEC).

Primeiramente, deve-se atentar ao fato de que o Comitê de Auditoria norte-americano possui funções distintas do Comitê de Auditoria brasileiro de acordo com as determinações da SEC (presentes no *Exchange Act*). Dessa forma, os fundamentos que levaram a CVM a propor a substituição do Comitê de Auditoria pelo Conselho Fiscal adaptado à SEC incluem a viável atribuição da competência de transmitir recomendações ao Conselho de Administração e de agir como intermediário entre esse e os auditores independentes.

Essa delegação pode acontecer sem ferir as atribuições legais de outros órgãos sociais da companhia e se beneficia da sobreposição de algumas funções dos órgãos brasileiro e estadunidense⁹². Face a isso, a instalação do Conselho Fiscal brasileiro e do Comitê de Auditoria nos moldes norteamericanos por companhias brasileiras inseridas no mercado norte-americano poderia gerar, além de conflitos de poder perante decisões dissidentes, um custo de agência excessivo e dispensável⁹³.

No entanto, deve-se lembrar que a supervisão da aprovação dos relatórios dos auditores independentes e a aprovação em si das demonstrações financeiras, mesmo configurando-se como típicas funções do Comitê de Auditoria norteamericano, não podem ser atribuídas ao Conselho

⁸⁸ For example, (...) We also understand that the Italian corporate governance regime provides for an independent board of statutory auditors (“Collegio Sindacale”) and the Brazilian corporate governance regime allows a Fiscal Council (“Conselho Fiscal”). See, e.g., the Letters of Assonime; Brazilian Securities Commission. As noted previously, the examples provided in this release are for illustrative purposes only. The exemption provided in the final rule for boards of auditors or similar bodies will be available to any foreign private issuer that meets the exemption’s requirements because of the issuer’s home country regime. SEC (EUA). Release 33-8220, Note 160

⁸⁹ As responsabilidades do Comitê de Auditoria são mais amplas que as do Conselho Fiscal. Segundo o IBGC (2009a, p. 16), aos Comitês de Auditoria estão afetas atividades próprias da função “administração”: supervisão dos controles internos, avaliação dos riscos e supervisão de sua gestão, acompanhamento da atuação dos auditores independentes e supervisão dos trabalhos da auditoria interna. O foco é o preparo das demonstrações e informações financeiras para os investidores e o mercado (sem prejuízo do papel de fiscalização, que também é atribuído ao Conselho de Administração pela Lei das Sociedades Anônimas - S.A.). Como já visto, as atividades do Conselho Fiscal desenvolvem-se quase que no papel de ampla e irrestrita fiscalização por mandato dos acionistas, em decisão da Assembleia de Acionistas. FURUTA, SANTOS, 2010, p. 6

⁹⁰ NYSE LISTED COMPANY MANUAL. Rule nº 303A.06.

⁹¹ NYSE LISTED COMPANY MANUAL. Rule nº 303A.07

⁹² ALMEIDA, 2008.

⁹³ We believe that these boards of auditors or statutory auditors are intended to be independent of management, although their members may not in all cases meet all of the independence requirements set forth in Section 10A(m) of the Exchange Act. In addition, while these bodies provide independent oversight of outside auditors, they may not have all of the responsibilities set forth in Rule 10A-3. The establishment of an audit committee in addition to these bodies, with duplicative functions, might not only be costly and inefficient, but it also could generate possible conflicts of powers and duties. SEC (EUA). Release 33-8220, Section 3, a, vi.



Fiscal, visto que são prerrogativas legais do Conselho de Administração e da Diretoria, e são responsabilidades centrais do Comitê de Auditoria dos EUA⁹⁴. Diante de tal substituição imprecisa, muitas companhias opinam que, dependendo do porte da companhia, o melhor seria a coexistência dos dois órgãos, como esclarece o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças de São Paulo (IBEF-SP)⁹⁵:

O *Audit Committee Institute (ACI)*, da KPMG no Brasil, realizou recentemente, por ocasião de sua 18ª Mesa de Debates, uma pesquisa em que constava a questão de se o Conselho Fiscal e o Comitê de Auditoria devem co-existir. Dentre os participantes, 52% responderam que sim, se o porte/complexidade da companhia exigir a existência dos dois; 29% dos participantes responderam que sim, independentemente do porte/complexidade da companhia. Apenas 13% responderam que não, afirmando que o Comitê de Auditoria é suficiente e eficiente, em linha com as práticas de governança de outros países.

Desta maneira, é possível concluir nesta seção que o Conselho Fiscal não possui um substituto natural na estrutura de governança corporativa brasileira, devido ao papel fiscalizatório de caráter amplo e genérico que o foi concedido, e devido ao seu papel único na estrutura de governança corporativa, respondendo diretamente aos acionistas, inclusive minoritários. O Comitê de Auditoria, muito embora consista num mecanismo que o complementa e o suplementa em alguns aspectos, não possui a mesma abrangência nem o mesmo potencial de independência que o Conselho Fiscal. Finalmente, o fato do Conselho Fiscal ser uma estrutura única e de potenciais benefícios ao sistema brasileiro de governança corporativa como um todo não o isenta de uma análise mais aprofundada de seus custos relativos.

2.7. ÁRVORES DO PROBLEMA REGULATÓRIO

Os Quadros a seguir apresentam duas árvores de problemas regulatórios. O Quadro 4 expõe os impactos do risco de uma proteção insuficiente aos acionistas minoritários (um problema originário que tende a ser mitigado por medidas de governança corporativa, inclusive, pelo Conselho Fiscal).

⁹⁴ Ibid., p. 65-66

⁹⁵ IBEF-SP (São Paulo). *Conselho Fiscal: fator de governança corporativa*. 2010. O presente artigo foi publicado de forma condensada no jornal Valor Econômico de 18/01/10 sob o título Acionista redescobre relevância do conselho fiscal.. Disponível em: <https://ibefsp.com.br/conselho-fiscal-fator-de-governanca-corporativa/>. Acesso em: 20 dez. 2022.



Quadro 04 – Impacto de Risco de Proteção Insuficiente para os Minoritários

Possíveis Consequências PR1 Nível 3	Limitação do crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, em especial o mercado acionário, bem como do Produto Interno Bruto brasileiro
Possíveis Consequências PR1 Nível 2	Companhias escolhem usar maior proporção de capital de terceiros em seu financiamento, ou simplesmente não emitem ações
	Companhias escolhem registrar-se e emitir valores mobiliários em outras jurisdições onde há menor prêmio de risco
Possíveis Consequências PR1 Nível 1	Aumento de prêmio de risco (<i>equity risk premium</i>) exigido por um potencial acionista, ensejando aumento do custo de capital próprio
Problema Regulatório 1 (PR1)	Risco Inaceitável - baixo nível de proteção a acionistas minoritários
Possíveis Causas PR1 Nível 1	Conflitos de agência
	Conflitos de interesse
	Assimetria Informacional
	Concentração do controle acionário no mercado brasileiro (83% das Companhias da Categoria A tem Controlador Definido)

Fonte: Elaborado pelos autores.

O Quadro 5, por sua vez, busca averiguar a possibilidade de que os custos regulatórios da instalação e manutenção do Conselho Fiscal via assembleia geral (instalação não-permanente) sejam demasiadamente altos em relação aos benefícios gerados para as companhias abertas de menor porte. Ou seja, no jargão técnico busca-se averiguar a possibilidade de “efeito deslocamento”, ou seja, quando resultados positivos promovidos por uma regulação são contrabalanceados por resultados negativos da mesma regulação em outros grupos ou locais.

Quadro 05 – Impacto de Risco de Custo Regulatório do Conselho Fiscal ser Maior que o Benefício

Possíveis Consequências PR2 Nível 3	Limitação do crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, em especial o mercado acionário, bem como do Produto Interno Bruto brasileiro
Possíveis Consequências PR2 Nível 2	Companhias escolhem usar maior proporção de capital de terceiros em seu financiamento, ou simplesmente não emitem ações
	Companhias escolhem registrar-se e emitir valores mobiliários em outras jurisdições onde há menor custo de observância total
Possíveis Consequências PR2 Nível 2	Margens de lucro líquido em alguma medida reduzidas para uma companhia aberta de menor porte brasileira
Possíveis Consequências PR2 Nível 1	Custos de observância em alguma medida elevados para uma companhia aberta de menor porte brasileira
Problema Regulatório 2 (PR2)	Possível falha regulatória na mitigação do PR1 – possível “efeito deslocamento” quando da utilização do Conselho Fiscal em companhias de menor porte para mitigação do PR1
Possíveis Causas PR2 Nível 1	Custos de agência associados ao Conselho Fiscal podem estar subestimados
	Benefícios gerados pela possibilidade de fiscalização proporcionada pelo Conselho Fiscal podem estar superestimados
Possíveis Causas PR1 Nível 2	Custos financeiros totais associados ao Conselho Fiscal muito elevados em relação às despesas administrativas totais das companhias abertas
	Possibilidade de utilização abusiva do Conselho Fiscal por acionistas a partir de interesses próprios, conflitantes com os interesses da companhia.
	Possibilidade de interseção elevada de atribuições do Conselho Fiscal em relação a outros órgãos do sistema de governança corporativa, gerando custos em redundância para um mesmo benefício.

Fonte: Elaborado pelos autores.



2.8. IDENTIFICAÇÃO DOS PARTICIPANTES AFETADOS PELO PROBLEMA REGULATÓRIO

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma Autarquia federal em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pela Lei 6.385/76 e possuindo mandatos legais conforme art. 4º. A partir dos arts. 8º, incisos I e V, art. 9º, inciso V e art. 22, §1º e seus incisos, a CVM possui competência para regulamentar diretamente as companhias abertas e seu ecossistema, sempre que em linha com a LSA.

As companhias abertas são sociedades anônimas regidas pela LSA e aptas a terem seus valores mobiliários (instrumentos acionários ou instrumentos de dívida) negociados no mercado de capitais (organizados de bolsa ou balcão), conforme ditames da LSA e regulamentações específicas da CVM. Para exercer tal prerrogativa, tais companhias devem buscar registro perante a CVM, nos termos da Resolução CVM 80. No final de 2021, existiam 706 companhias abertas com registro ativo na CVM, sendo que naquele momento 496 compunham a “Categoria A”, ou seja, companhias com permissão para emissão de instrumentos de participação acionária. Das mesmas, 172 estariam no perfil de dispensa ou modulação proposto pela LCP 182, devido a receita bruta informada no ano ser inferior a R\$ 500 milhões.

Quadro 06 – Quantidades de Companhias por Categoria no final de 2021

Categoria	Receita Bruta Acima de R\$ 500 Milhões	Receita Bruta Abaixo de R\$ 500 Milhões	TOTAL
Categoria A	324	172	496
Categoria B	85	125	210
TOTAL	409	297	706

Fonte: CVM

A B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) é uma administradora de mercados organizados registrada perante a CVM, com base na Resolução CVM 135, ou seja, é uma instituição autorizada a comercializar um ambiente para a negociação de títulos e valores mobiliários. Atualmente, ressalta-se, é a única administradora com um mercado organizado de bolsa para títulos de participação acionária em operação no Brasil.

Ademais, a B3 configura-se concomitantemente como uma companhia aberta registrada na CVM nos termos da Resolução CVM 80, sendo, portanto, regulamentada pela CVM nessa outra seara. Para o problema regulatório em tela, a mesma é diretamente afetada pelo nível de governança e de custo de observância das empresas que nela encontram-se listadas para negociação ou pretendem listar-se.



Para cumprir certas obrigações regulatórias de autorregulação dos ambientes de negociação que operacionaliza, estas também dispostas na Resolução CVM 135, a B3 utiliza seu braço chamado BSM Supervisão de Mercados (BSM), uma associação civil constituída para realizar tais serviços de maneira independente e com autonomia administrativa e orçamentária. Uma vez que variações no nível de governança corporativa das companhias abertas pode ensejar variações na quantidade e severidade de processos administrativos na órbita da BSM, a mesma também é considerada participante afetada pelo problema regulatório em tela.

Quanto aos investidores das companhias abertas, sabe-se que em 2021, contabilizava-se o número de 4.2 milhões de CPFs distintos⁹⁶. Sabe-se ainda que na mesma data, 3.1 milhões de CPFs distintos possuíam investimentos em ações à vista, o que nos fornece uma ordem de grandeza para o teto do número de investidores possivelmente impactados.

Os investidores acionistas minoritários de companhias abertas tendem a ser os principais afetados pelo problema regulatório em questão, dado que, conforme já exposto, possuem o direito de eleger representantes diretos no Conselho Fiscal. O benefício conferido pelo Conselho Fiscal para essa categoria de investidor tende a ser maior do que aquele conferido para os controladores ou majoritários, uma vez este grupo possui maiores condições obter representatividade via cadeiras do Conselho de Administração.

É necessário ainda considerar que, ao menos em tese, todos os investidores, inclusive acionistas controladores ou majoritários e detentores de instrumentos de dívida, também são afetados por uma eventual dispensa ou modulação da instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral, uma vez que este consiste numa instância de controle e fiscalização sobre a atuação dos administradores da companhia como um todo.

Abaixo é apresentado um quadro resumo dos participantes afetados pelo problema regulatório:

Quadro 07 – Participantes Afetados pelo Problema Regulatório

Participante afetado	Descrição
CVM	Autarquia reguladora
Companhias abertas de menor porte (receita Bruta anual abaixo de R\$ 500 MM)	Regulados atualmente sujeitos ao problema regulatório em tela, correspondendo a 172 companhias “Categoria A” e 125 “Categoria B” ao final de 2021.
B3/BSM	Administradora de mercados organizados e sua entidade autorreguladora.
Investidores	Acionistas minoritários, subclasse mais impactada pelo problema regulatório
	Acionistas controladores ou majoritários, subclasse impactada em menor magnitude pelo problema regulatório
	Titulares de outros valores mobiliários emitidos pela companhia, subclasse impactada em menor magnitude pelo problema regulatório

Fonte: Elaborado pelos Autores.

⁹⁶ https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/



3. IDENTIFICAÇÃO DA FUNDAMENTAÇÃO LEGAL DO PROBLEMA REGULATÓRIO

3.1. FUNDAMENTAÇÃO LEGAL DO CONSELHO FISCAL

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma Autarquia federal em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pela Lei 6.385/76⁹⁷ e possuindo mandatos legais conforme art. 4º. A partir dos arts. 8º, incisos I e V, art. 9º, inciso V e art. 22, §1º e seus incisos, a CVM possui competência para regulamentar diretamente as companhias abertas e seu ecossistema, sempre que em linha com a LSA.

As companhias abertas são sociedades anônimas regidas pela LSA (Lei 6.404/1976)⁹⁸ e aptas a terem seus valores mobiliários (instrumentos acionários ou instrumentos de dívida) negociados no mercado de capitais (organizados de bolsa ou balcão), conforme ditames da LSA e regulamentações específicas da CVM. Para exercer tal prerrogativa, tais companhias devem buscar registro perante a CVM, nos termos da Resolução CVM 80⁹⁹.

O Conselho Fiscal, órgão mandatário para as companhias abertas, é regido pela LSA, mais especificamente, entre os seus Artigos 161 e 165. Tais dispositivos legais estabelecem sua eleição, composição, como se dá seu funcionamento e convocação, suas competências e, por último, os deveres e responsabilidades dos membros que compõem o órgão. Cabe reiterar que a lei estabelece abertamente que tal órgão fiscalizador é de existência permanente e funcionamento facultativo, podendo ser convocado por acionistas que representem, no mínimo, 10% as ações com direito a voto, ou 5% das ações sem direito a voto, de acordo com o art. 161, caput e §2º da LSA.

Deve-se destacar ainda que existem algumas Resoluções CVM (antigas Instruções) as quais também regulamentam o funcionamento do Conselho Fiscal, em conjunto com a LSA.

Por exemplo, a já mencionada Resolução CVM 80¹⁰⁰ dispõe sobre o registro e as informações que devem ser prestadas pelas companhias (de forma periódica ou eventual) à CVM e aos acionistas em relação à uma miríade de assuntos societários, dentre os quais se incluem informações acerca da atuação do Conselho Fiscal, através do Formulário de Referência (doravante FRE).

A Resolução CVM 81¹⁰¹, em seu turno, dispõe sobre assembleias de acionistas, debenturistas e de titulares de notas promissórias e notas comerciais. Especialmente, entre os seus Artigos 26 a 37, estipula os ditames do boletim de voto a distância e como se dá tal forma de voto em assembleias nas quais ocorrem eleições dos órgãos societários, inclusive o Conselho Fiscal. Ressalta-se ainda que através do seu “Anexo N” tal Resolução fixa, relativo a escalas de capital social, percentuais mínimos de participação acionária para indicação de candidatos em tal boletim de voto à distância, inclusive ao Conselho Fiscal.

⁹⁷ BRASIL. Lei nº 6.385. 1976.

⁹⁸ Ibid.

⁹⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução 80, 2022.

¹⁰⁰ Ibid.

¹⁰¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução 81, 2022.



Por fim, a Resolução CVM 70¹⁰², com base em poderes concedidos pelo art. 291 da LSA, fixa, relativo a escalas de valor do capital social, percentuais mínimos de participação acionária para instalação do Conselho Fiscal (modificando os termos do § 2º do art. 161 da LSA) e para pedidos de informação ao Conselho Fiscal previamente instalado (modificando os termos do § 6º do art. 163 da LSA)¹⁰³.

Referente ao problema regulatório em tela, foi a Lei Complementar 182/21¹⁰⁴ que trouxe a discussão atual à tona e incluiu os dispositivos legais à LSA (art. 294-A e o art. 294-B), tais que permitem que a CVM dispense ou module a instalação do Conselho Fiscal via assembleia e, ademais, module o conceito de companhias de menor porte.

Por último, cabe à Lei 13.303/16¹⁰⁵ - denominada “Lei das Estatais” - determinar, em seu art. 13, IV, que as empresas de controle estatal e sociedades de economia mista tenham obrigatoriamente um Conselho Fiscal instalado e com funcionamento permanente, além de um Comitê de Auditoria Estatutário. O Conselho Fiscal em questão, segundo seu art. 26, respeitará e seguirá subsidiariamente o disposto na LSA no que diz respeito aos poderes, deveres e responsabilidades do órgão e dos membros do Conselho. Cabe ressaltar, no entanto, que, pelo menos, 1 (um) dos membros do Conselho Fiscal dessas empresas deverá ser indicado pelo acionista controlador, isto é, a esfera estatal de controle (art. 26, §2º).

O quadro a seguir sumariza o conteúdo dos dispositivos legais e infra legais citados:

¹⁰² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução 70, 2022

¹⁰³ Esse trecho da LSA (de 2001), em conjunto com a Resolução CVM 70 (oriunda da antiga Instrução CVM 627, de junho de 2020), demonstram visões distintas por parte dos legisladores ao longo do tempo acerca do problema regulatório em tela. Tais dispositivos em conjunto facilitam a possibilidade de instalação do Conselho Fiscal para todos os tipos de companhia aberta, reduzindo os percentuais padrão do art. 161 da LSA. Isso denota uma visão mais positiva da relação custo-benefício do Conselho Fiscal, ou seja, uma percepção de que o problema regulatório em análise nesta AIR não era relevante na época.

Em seu turno, a LCP 182 permite à CVM sobrepor tais dispositivos para um subconjunto de companhias abertas (“menor porte”), via uma possibilidade de dispensa de instalação do Conselho Fiscal, não importando se os percentuais referentes aos primeiros dispositivos foram atingidos. Isso denota uma visão mais negativa acerca do problema regulatório, no sentido de que o mesmo tende a existir. Por fim, nota-se que no Relatório de Audiência Pública SDM 07/19, que acompanhou a antiga Instrução CVM 627, não houve questionamentos contrários à redução dos percentuais para instalação do Conselho Fiscal – houve apenas uma única manifestação apoiando uma redução ainda mais ousada, oriunda do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), sem qualquer análise ou evidência empírica.

¹⁰⁴ BRASIL. Lei Complementar 182/21.

¹⁰⁵ BRASIL. Lei 13.303/16



Quadro 08 – Resumo dos Dispositivos Legais Citados

Instrumento	Trecho	Descrição do Conteúdo
Lei 6.404/1976	art. 161.	Dispõe sobre funcionamento do Conselho Fiscal (se é permanente ou instalado a pedido dos acionistas em assembleia geral), quantidade de membros (de 3 a 5 membros) e regra de eleição dos membros (os acionistas minoritários com mais de 10% do capital votante ou 5% das ações sem direito de voto podem eleger até dois membros, caso o conselho tenha 5 membros). A Resolução CVM 70 institui percentuais mais baixos de acordo com o capital social da companhia.
	art. 162.	O artigo apresenta os requisitos, impedimentos e remuneração (mínimo de 10% dos salários dos diretores e reembolso de despesas) dos membros do Conselho Fiscal.
	art. 163.	Dispõe sobre as atribuições e competências do Conselho Fiscal. A Resolução CVM 70 institui percentuais mais baixos de acordo com o capital social da companhia.
	art. 164.	Apresenta as regras dos Pareceres e Representações na Assembleia Geral.
	art. 165.	Dispõe sobre os deveres responsabilidade e lealdade dos Conselheiros Fiscais.
	art. 291	Confere competência à Comissão de Valores Mobiliários para reduzir, de acordo com escala de capital social das companhias abertas, a porcentagem indicada no art. 161 e art. 163. Tal artigo embasa legalmente a Resolução CVM 70.
Lei 6.385/1976	art. 8º	Estabelece as competências da Comissão de Valores Mobiliários.
	art. 9º	Determina poderes da CVM frente a processos administrativos propostos a agentes do mercado de capitais, como as sociedades e instituições financeiras.
	art. 22	Estabelece a definição de Companhia Aberta e a competência normativa da CVM sobre tais.
Resolução CVM 80, de 29 de março de 2022	art. 25. e Anexo C (Seção 12.1.c e 13)	Dispõe sobre o Formulário de Referência, regras de preenchimento e prazo. O formulário apresenta, dentre outras informações, a data de instalação do Conselho Fiscal, se esse não for permanente, e se há regimento próprio e a composição atualizada do Conselho Fiscal e sua remuneração.
	art. 27, §1º	Determina que as demonstrações financeiras devem ser acompanhadas por uma série de documentos, inclusive o parecer do Conselho Fiscal sobre as mesmas (art. 27, §1º, III).
	art. 32 e Anexo D (Seção 23)	Dispõem sobre o documento eletrônico denominado "Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas", obrigatório para emissores de valores mobiliários registrados na categoria A. O Anexo define práticas recomendadas se tais emissores possuem Conselho Fiscal. Se tais práticas não forem adotadas ou forem adotadas parcialmente, o dito emissor deve fornecer justificativa.
	art. 33.	Lista as informações eventuais que precisam ser enviadas por emissores de valores mobiliários de categoria A à CVM, como editais de convocação e atas de assembleias gerais, atas de reuniões do Conselho Fiscal e Conselho de Administração, acordos de acionistas e outros pactos societários, comunicação sobre a instalação de Comitê de Auditoria Estatutário dentre outras informações.
Resolução CVM 81, de 29 de março de 2022	art. 26 ao art. 33.	Dispõem sobre o Boletim de Voto a Distância (BVD) , dispositivo que operacionaliza o direito do acionista de votar a distância em deliberações de assembleias gerais e eleição dos membros dos órgãos societários (inclusive Conselho Fiscal). Ademais, o dispositivo propicia ao acionista, em eleição do Conselho de Administração, a opção de indicar se deseja participar da eleição geral ou da eleição em separado (conforme arts. 141 e 239 da Lei 6.404/76)
	art. 36 e seu parágrafo único.	Dispõe acerca de requisitos do BVD frente à eleição de membros do Conselho Fiscal e dar ao acionista a opção de solicitar a instalação do mesmo, caso não seja permanente.
	art. 37.	Trata sobre o pedido de Inclusão de Propostas no BVD.
	art. 56	O acionista possui a faculdade de, mediante BVD referentes à eleição de administradores e membros do Conselho Fiscal, votar tanto em candidatos indicados pela administração, quanto naqueles que foram indicados por acionistas que representam, ao menos, 0,5% do capital social.
Resolução CVM 70, de 22 de março de 2022	art. 1º. VI e VII e art. 4º	Fixa o percentual mínimo de participação acionária para que seja feito o requerimento de instalação do Conselho Fiscal, quando seu funcionamento não for permanente (art. 161, §2º, Lei 6.404/76) e para a requisição de informações ao Conselho Fiscal sobre matérias de sua competência (art. 163, §6º, Lei 6.407/76)
Lei Complementar 182/2021	art. 16	Inclui art. 294-A à Lei 6.404/76, que permite à CVM dispensar ou modular os comandos do art. 161 de tal lei (obrigatoriedade da instalação do Conselho Fiscal a pedido dos acionistas em assembleia geral)
		Inclui o art. 294-B à Lei 6.404/76, estabelecendo nova definição para companhia de menor porte (toda a sociedade que aufera receita bruta anual inferior a R\$ 500.000.000,00).
Lei 13.303/2016 ("Lei das Estatais")	art. 13, IV	Institui a instalação obrigatória de um Conselho Fiscal que terá funcionamento permanente para as sociedades de economia-mista e empresa pública.
	art. 14, III e art. 26, §2º	Atribui, ao acionista controlador da empresa pública e da sociedade de economia-mista, a obrigação de respeitar a política de indicação na escolha dos administradores e membros do Conselho Fiscal. O acionista controlador indicará, ao menos, 1 membro do Conselho Fiscal e tal será um servidor público com vínculo permanente com a administração pública.
	art. 26	Dispõem sobre a composição do Conselho Fiscal e estabelece a aplicação subsidiária da Lei 6.404/1976



3.2. OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA NA B3

No Brasil, há um consenso de que a adoção de boas práticas de governança corporativa – que se traduzem em maiores níveis de proteção aos acionistas, em especial minoritários – influenciam diretamente na atração de investimento e capital, não só para as companhias abertas, mas para o mercado de capitais do país como um todo¹⁰⁶. Nesse sentido, os próprios agentes de mercado, de maneira dinâmica, tendem a criar padrões e níveis voluntários de governança corporativa, destacando itens que em sua visão tendem a agregar mais para a geração de valor ao acionista.

Como um exemplo, a B3, principal administradora de mercados organizados operando no Brasil, utiliza cinco segmentos especiais de governança corporativa: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. As empresas que se encaixam em cada um desses segmentos cumprem regras específicas de governança corporativa, além daquelas já previstas na legislação. Cabe ainda mencionar que, ademais dos segmentos especiais já citados, a B3 possui o Segmento Básico, que não conta com diretrizes diferenciadas de governança. O “Novo Mercado” é o segmento especial da listagem da B3 que possui o nível considerado mais alto de governança corporativa.

Frente ao problema regulatório vigente, cabe destacar que muito embora o Conselho Fiscal seja de existência obrigatória segundo a LSA, não há nenhuma diretriz específica sobre ele entre os segmentos listados na B3 (como, por exemplo, instalação permanente via estatuto). Em contrapartida, o segmento “Novo Mercado” estabelece que o Comitê de Auditoria (ou Comitê de Auditoria Estatutário) e a Auditoria Interna (instalados de acordo com os requisitos estipulados pelo respectivo regulamento) devem ser obrigatoriamente instalados por aquelas companhias abertas que desejam fazer parte deste segmento especial.

Cabe mencionar que um nível alto de governança corporativa tende a diminuir iniciativas ativistas por parte dos acionistas. A literatura, portanto, espera que haja uma relação negativa entre a adoção do Novo Mercado e o número de requerimentos de instalações do Conselho Fiscal¹⁰⁷.

¹⁰⁶ GT INTERAGENTES. IBGC, 2016

¹⁰⁷ *Uma boa governança pode diminuir a necessidade de iniciativas ativistas. Vargas et al. (2018) encontram menor ativismo em empresas com melhor governança. Espera-se, portanto, uma relação negativa entre a listagem no Novo Mercado (NM) ou Nível 2 (N2) e as chances de solicitação de instalação do CF.* BARTOLON, SILVA, BARROS, *Op. Cit.*, p. 04



4. BENCHMARK INTERNACIONAL CONSELHO FISCAL

Nesta seção serão apresentados sistemas de governança corporativa adotados por outras jurisdições, tendo como intuito diferenciar tais modelos daquele que pauta a governança brasileira e de melhor evidenciar a função comparada do Conselho Fiscal. Dessa forma, os modelos de governança adotados por França, Alemanha, Itália, Estados Unidos e Reino Unido serão abordados com maior profundidade. A partir da referida análise, serão apresentados quadros comparativos que evidenciarão, as leis, órgãos reguladores e os modelos gerais de governança corporativa de tais países.

Primeiramente, deve-se compreender que existem dois modelos de governança predominantes no panorama internacional atual: o modelo monista e o modelo dualista (também chamados¹⁰⁸ de “*one-tier system*” e “*two-tier system*”, respectivamente). Ambos procuram mitigar, cada um à sua maneira, os já mencionados conflitos de agência e de interesses que permeiam as companhias abertas¹⁰⁹.

Em regra, o sistema dualista – cujo maior exemplo é o sistema germânico – determina a existência de dois órgãos distintos dentro da companhia: o Conselho Gestor/Diretoria, cuja função é de administrar os rumos e negócios da companhia no dia a dia, e o Conselho Supervisor, que possui atribuição de controlar/supervisionar as ações dos primeiros e assegurar integridade e transparência das demonstrações financeiras. Por outro lado, o modelo monista – sistema mais prevalente entre os países anglo-saxões – estabelece uma divisão interna ao Conselho de Administração entre diretores executivos (incumbidos da gestão da companhia) e não-executivos (incumbidos da fiscalização dos atos dos primeiros).

4.1. FRANÇA

De acordo com o Código Comercial Francês, existem dois modelos distintos de governança que podem ser adotados pelas sociedades anônimas francesas, mediante cláusula expressa em Estatuto: o sistema monista ou o sistema dualista. De acordo com Silveira (2010, p. 156)¹¹⁰, o primeiro se caracteriza pela presença de um único órgão de gestão da companhia, o Conselho de Administração (*Conseil d'Administration*), cujo presidente (*Président Directeur Général*) pode agregar não só a função de Presidente do Conselho de Administração, mas também de Diretor Executivo. Por outro lado, o segundo, adotado em 1960 e inspirado pelo modelo alemão¹¹¹, implica na administração da empresa dividida entre a Diretoria (*Directoire*) e *Conseil de Surveillance*¹¹².

¹⁰⁸ OECD, 2021.

¹⁰⁹ NUNES, 2016.

¹¹⁰ SILVEIRA, *Op. Cit.*, p. 156.

¹¹¹ *Ibid.*, p. 156

¹¹² FRANÇA. *Code de Commerce*. 1807.



Esse segundo modelo, embora mais raro, tangencia o modelo brasileiro, uma vez que, enquanto a Diretoria concentra os poderes de gestão sobre a companhia, o Conseil de Surveillance exerce a função permanente de fiscalizar as ações da Diretoria, dedicando-se, principalmente, a checar a regularidade dos relatórios de gestão - feitos por auditores ou pela própria Diretoria - e das contas anuais da sociedade¹¹³.

Tal órgão social assemelha-se, de certa forma, ao Conselho Fiscal brasileiro na medida em que detém uma função de fiscalização interna a companhia e seus membros são eleitos diretamente pelos acionistas em Assembleia Geral Constitutiva ou Ordinária¹¹⁴. No entanto, deve-se atentar ao fato de que, além de ter competência para nomear e fixar a remuneração dos diretores executivos, o Estatuto pode prever reais funções de controle para o *Conseil de Surveillance*, de acordo com o art. L225-68¹¹⁵ do *Code de Commerce*, como a necessidade de autorização expressa do Conselho para que a Diretoria conclua determinadas operações, o que o aproximaria do próprio Conselho de Administração brasileiro¹¹⁶.

Não obstante o modelo de governança escolhido e acompanhando a tendência mundial instaurada pela positivação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) nos Estados Unidos, o legislador francês estabeleceu a primazia¹¹⁷ da fiscalização externa às companhias mediante a promulgação da *Loi de Sécurité Financière*¹¹⁸, concentrado na figura do *Commissaire Aux Comptes* (CAC)¹¹⁹. Tal cargo é, de acordo com Bohdanowicz (2015)¹²⁰, um “ator externo à companhia detentor da função de controlar a sinceridade e a regularidade das contas anuais de uma sociedade ou outra instituição, mediante uma auditoria contábil e financeira”, ou seja, uma espécie de auditor independente¹²¹ - pessoa natural ou jurídica¹²² - nomeado pelos acionistas em Assembleia Geral¹²³.

A nomeação de um ou mais *Commissaires Aux Comptes* acontece mediante escolha dos acionistas em assembleia geral, a partir de indicações feitas pelo Conselho de Administração (ou pelo Conselho de Supervisão, dependendo do sistema de governança escolhido), e seu mandato dura, no máximo, seis exercícios sociais. Tais auditores não são obrigatórios¹²⁴ para todos os tipos societários franceses, mas

¹¹³ GIRAUDON, 2020.

¹¹⁴ FRANÇA, *Op. Cit.* [art. L225-71]

¹¹⁵ FRANÇA, *Op. Cit.* [art. L225-68]

¹¹⁶ Silveira, *Op. Cit.*, p. 295

¹¹⁷ “Para o direito brasileiro, é, portanto, o direito francês, uma das mais interessantes fontes de estudo, pois, sendo um país de tradição jurídica fortemente atrelada à civil law, optou, no tocante à fiscalização societária, por adotar modelo predominante nos países da common law, a saber, o da fiscalização externa não-orgânica via auditores.” PONTES, *Op. Cit.* p. 106

¹¹⁸ FRANÇA. Loi n° 2003-706, 2003.

¹¹⁹ LEJEUNE, EMMERICH, 2016.

¹²⁰ “C’est un acteur extérieur à l’entreprise ayant pour rôle de contrôler la sincérité et la régularité des comptes annuels établis par une société ou autre institution, et pour cela de faire un audit comptable et financier.” BOHDANOWICZ, 2015.

¹²¹ LEJEUNE, EMMERICH, *Op. Cit.*, Tais profissionais estão submetidos à regulamentação e fiscalização do Alto Conselho do Comissariado de Contas (Haut Conseil du Commissariat Aux Comptes – H3C).

¹²² “Em caso de pessoa jurídica, as sociedades de commissaires aux comptes devem ser formadas por pelo menos três quartos (¾) de commissaires aux comptes pessoas físicas devidamente habilitadas e inscritas nesse registro profissional” FRANÇA, 1807 apud. Pontes, *Op. Cit.* p. 108

¹²³ FRANÇA, 1807 [art. L823-1]

¹²⁴ Cabe frisar que, nesses tipos societários nos quais os CAC não são obrigatórios, 1 ou um grupo de acionistas que representem, pelo menos, 1/10 do capital social – ou seja, minorias – podem demandar a nomeação de um desses profissionais por vias judiciais. *Ibid.* [art. L225-218]



o são para as sociedades anônimas - tanto companhias abertas, quanto fechadas. Isso se dá na medida em que dentre suas missões está a verificação da fidedignidade dos relatórios de gestão do *Conseil d'Administration* (ou do *Directoire e do Conseil de Surveillance*) e qualquer documento relacionado a situação financeira e contas anuais da companhia que seja direcionado aos acionistas¹²⁵.

Apesar de compartilhar funções com o Conselho Fiscal, a fiscalização dos *Commissaires aux Comptes* se assemelha, principalmente, aos auditores dos sistemas anglo-saxões. Sua distinção do órgão societário brasileiro pode ser conferida devido à restrição de sua atuação ao controle contábil e financeiro, mantendo-se afastado da fiscalização mais geral da administração companhia¹²⁶. Além disso, atuam como um mecanismo externo de controle (posto que não compõem um órgão interno à companhia) e não orgânico¹²⁷, ou seja, cuja relação é de natureza contratual, não societária.

Por último, cabe mencionar que a nomeação dos *Commissaires Aux Comptes* pode ser recusada por acionistas que representem, ao menos, 5% do capital social, desde que tal recusa seja fundamentada e proposta mediante ação judicial¹²⁸.

4.2. ESTADOS UNIDOS

Os Estados Unidos da América (EUA) adotam a *common law* como base de seu arcabouço legal, diferenciando-se dos demais países americanos e da maior parte dos países europeus, que adotam o regime de *civil law*, típico de países com origem latina. Outra peculiaridade dos EUA consiste na força de seu regime federativo, e por isso, em matéria de direito societário, o sistema norte-americano reconhece a jurisdição estadual para algumas matérias, tais como como a constituição do estatuto social, administração e responsabilidade dos acionistas das companhias, e a jurisdição federal para outras – como disclosure e emissão de valores mobiliários¹²⁹.

Após os famigerados escândalos corporativos do início do século XXI, as legislações de diversos Estados norte-americanos (como o *Delaware Code* e o *Model Business Corporation Act*) fizeram uma série de adaptações ao modelo estatutário monista (“*one-tier system*”) vigente ao firmar a divisão de poderes do Board of Directors em diferentes cargos dentro do próprio órgão. Assim, os poderes de gestão do Board foram designados aos administradores executivos (*officers/inside directors*) e os poderes de fiscalização/controlado, aos administradores não-executivos (*outside directors/non-executive directors*). Ademais, a adoção dos *Principles of Corporate Governance* pelo *American Law Institute* em 1992 explicitou possíveis estruturas de controle interno, como comissões fiscalizatórias e de auditoria dentro da própria diretoria que teriam o objetivo de supervisionar o exercício da atividade social da companhia¹³⁰.

¹²⁵ Ibid. [art. L823-10]

¹²⁶ Ibid. [art. L823-10]

¹²⁷ PONTES, *Op. Cit.*, p. 114

¹²⁸ Ibid., p. 108

¹²⁹ PONTES, *Op. Cit.*, p. 109

¹³⁰ NUNES, *Op. Cit.* p. 62



O Congresso Norte-Americano, somando-se a tal conjuntura, aprovou, em julho de 2002, o *Sarbanes-Oxley Act*¹³¹, também conhecida como SOX. Essa lei foi homologada com o intuito de “proteger os investidores por meio do aprimoramento da precisão e da confiabilidade das informações divulgadas pelas companhias” e, assim, restaurar a confiança dos investidores no mercado e em seus agentes¹³². A SOX, então, ao emendar e alterar seções do *Securities Exchange Act* (1934), estabeleceu uma série de medidas, tais como a imposição de novos padrões de prestações de contas e divulgação de informações e de um novo padrão de auditoria independente e de fiscalização interna, que influenciaram não só os Estados Unidos, mas também outros países ao redor do mundo. Nesse sentido, a OCDE (2021, p. 151)¹³³ afirma:

G20/OECD Principles of Corporate Governance recognise that the quality of a company’s financial reporting, supported by an independent external audit, serve as key elements of a company’s corporate governance framework necessary to ensure market confidence, accountability and good corporate governance. In particular, Principle V.C outlines that annual audits should be conducted by an independent, competent and qualified, auditor in accordance with high-quality auditing standards in order to provide an external and objective assurance to the board and shareholders that the financial statements fairly represent the financial position and performance of the company in all material respects.

Primeiramente, a Lei Sarbanes-Oxley reafirma que, mediante um relatório próprio, auditores independentes deverão revisar e atestar relatórios administrativos, demonstrações financeiras (em conjunto com suas respectivas formas de elaboração) e relatórios que discorrem sobre o controle interno da companhia¹³⁴. Assim, a fiscalização realizada por esses tornar-se-ia mais ampla que uma simples auditoria contábil, porém ainda distinta da função teórica do Conselho Fiscal brasileiro, uma vez que o último deve verificar o cumprimento de deveres legais e estatutários pelos administradores¹³⁵. Cabe mencionar ainda que a contratação de tais auditores deve ser pré-aprovada pelo Comitê de Auditoria da companhia e deve respeitar a rotação do sócio auditor responsável (*audit partner*) estipulada pela lei¹³⁶.

Por sua vez, o Comitê de Auditoria pode ser considerado atualmente o principal instrumento de supervisão das operações das companhias abertas incorporadas nos EUA, uma vez que possuem como missão auxiliar o Conselho de Administração assegurar a integridade e transparência das demonstrações financeiras, garantir a correta atuação dos auditores internos e auditores independentes, bem como elaborar um parecer anual a ser enviado à *Securities and Exchange Commission* (SEC) e aos acionistas¹³⁷.

¹³¹ ESTADOS UNIDOS, . *Sarbanes-Oxley Act*, 2002.

¹³² FIORINI, JUNIOR, ALONSO, 2016.

¹³³ OECD, *Op. Cit.* p. 151

¹³⁴ OLIVEIRA, LINHARES, 2007.

¹³⁵ PONTES, *Op. Cit.*, p. 120

¹³⁶ ESTADOS UNIDOS, *Op. Cit.* [Seção 203]

¹³⁷ PONTES, *Op. Cit.* p. 63-64



Além disso, tal comitê também é incumbido de selecionar, fixar a remuneração e supervisionar os auditores independentes¹³⁸.

As companhias abertas norte-americanas, portanto, não possuem um Conselho Fiscal como as companhias brasileiras, valendo-se principalmente da figura do Comitê de Auditoria, definido como um “comitê estabelecido pelo e entre o Board of Directors, com o propósito de supervisionar os processos de preparação e divulgação de relatórios financeiros e de auditoria e da própria auditoria das demonstrações financeiras”¹³⁹.

A semelhança entre o órgão societário brasileiro e estadunidense se expressa mais em relação a algumas funções a serem desempenhadas enquanto mecanismos internos de fiscalização do que sua posição de subordinação dentro da estrutura de governança¹⁴⁰. Ao comparar o aspecto funcional desses dois órgãos, torna-se visível como o Conselho Fiscal possui um campo de atuação teórico muito mais extenso, monitorando e questionando - a pedido dos acionistas – acerca das ações dos próprios diretores frente à gestão da companhia, enquanto o Comitê de Auditoria norte-americano se detém à esfera contábil/financeira e de controles internos, o que o aproxima mais do Comitê de Auditoria Estatutário (CAE) regulamentado pela CVM¹⁴¹.

Sobre este último ponto, nota-se que o Comitê de Auditoria norte-americano deve ser composto por conselheiros independentes do *Board Of Directors*¹⁴² - ou seja, diretores que não exercem função executiva, corroborando com a separação de funções gestão e de controle/fiscalização. Ainda sobre os membros do Comitê de Auditoria, deve-se reiterar que eles são eleitos pelo próprio *Board of Directors* – ou seja, o acionista não interfere nessa decisão – e a *NYSE Corporate Governance Rules* estabelece, para as companhias que ali listam seus valores mobiliários, um requisito de que sejam experts financeiros com ‘reconhecida experiência’¹⁴³.

Cabe evidenciar que a SOX impactou diversas companhias internacionais de grande porte na medida em que suas determinações se estendem para qualquer sociedade que possua ações negociadas no mercado de capitais norte-americano, além daquelas incorporadas nos EUA¹⁴⁴. Tal impacto é ainda mais visível, segundo Silveira (2010, p. 94)¹⁴⁵, se as empresas possuem *American Depositary Receipts* (ADRs) Níveis 2 e 3, já que devem, obrigatoriamente, compatibilizar suas estruturas de governança e controles internos. As empresas brasileiras que têm seus valores mobiliários negociados no mercado

¹³⁸ ESTADOS UNIDOS, *Op. Cit.* [Seção 301] apud. SILVEIRA, *Op. Cit.*, p. 95

¹³⁹ ESTADOS UNIDOS, *Op. Cit.* [Seção 2, (a), (1), (A)]

¹⁴⁰ PONTES, *Op. Cit.*, p. 128

¹⁴¹ No entanto, deve-se atentar ao fato de que o Comitê de Auditoria Estatutário brasileiro, segundo o art. 31-A da Resolução CVM 23, aumenta o prazo para a troca de auditores independentes de 5 para 10 anos, coisa que o Comitê de Auditoria americano não faz. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução Normativa 23**, 2021.

¹⁴² *Ibid.* [Seção 301]

¹⁴³ PONTES, *Op. Cit.* p.125

¹⁴⁴ RAMOS, MARTINEZ, 2006.

¹⁴⁵ SILVEIRA, *Op. Cit.*, p. 94



norte-americano podem, de acordo com a Securities and Exchange Commission (SEC), optar pela adoção do Comitê de Auditoria nos moldes da SOX – já que o Conselho Fiscal nos moldes brasileiros não existe nos EUA e o Comitê de Auditoria brasileiro tem algumas funções distintas do norte-americano - ou utilizarem o Conselho Fiscal brasileiro adaptado às funções de tal comitê¹⁴⁶, chamado de “Conselho Fiscal Turbinado”.

O Conselho Fiscal Turbinado, como já foi dito anteriormente, é a modalidade do Conselho Fiscal com funções a mais oriundas do Comitê de Auditoria norte-americano e cumprindo requerimentos do *Exchange Act*, de forma a tornar redundante a instalação de ambos. Este artifício se aproveita de algumas funções que os dois órgãos possuem em comum – a título de exemplo, supervisionar o cumprimento da companhia e dos administradores de seus deveres legais e estatutários¹⁴⁷ - para evitar que a companhia arque com um custo desnecessário referente à instalação e à manutenção dos dois órgãos de fiscalização.

4.3. ALEMANHA

A Alemanha adota um modelo dualista de governança desde a alteração do Código Comercial Alemão no ano de 1884¹⁴⁸. Tal modelo conta com a separação da administração das companhias abertas (*Aktiengesellschaften*) em 2 (dois) conselhos: O Conselho Supervisor (*Aufsichtsrat*) e o Conselho Gestor (*Vorstand*). O primeiro é considerado a instância máxima da companhia e deve ser composto por “non-executives board members”¹⁴⁹. O segundo é responsável pela gestão da companhia, e seus membros são eleitos pelo Conselho Supervisor. Cabe destacar que nenhum membro pode ocupar um cargo em ambos os Conselhos ao mesmo tempo.

O Conselho Supervisor (*Aufsichtsrat*), além de concentrar a função de fiscalizar a administração da companhia, detém a competência de nomear, supervisionar, definir a remuneração e até mesmo de demitir membros do Conselho Gestor e de garantir a integridade e transparência das demonstrações financeiras da companhia¹⁵⁰. Cabe ressaltar ainda que, não obstante a possibilidade de aconselhar o órgão de gestão em decisões importantes sobre os rumos da empresa, o Aufsichtsrat não pode exprimir a ele nenhuma decisão executiva ou ordem formal¹⁵¹.

Tal órgão é composto por representantes dos acionistas (e, se for o caso, dos trabalhadores¹⁵²), possuindo a obrigação de ter um número adequado de membros independentes (como experts financeiros, auditores ou contadores) e de não ter mais de 2 (dois) membros que já tenham feito parte do Conselho

¹⁴⁶ FURUTA, SANTOS, 2010.

¹⁴⁷ PONTES, *Op. Cit.*, p. 131

¹⁴⁸ NUNES, *Op. Cit.*, p. 57

¹⁴⁹ OCDE, *Op. Cit.*, p. 178

¹⁵⁰ SILVEIRA, *Op. Cit.*, p. 152

¹⁵¹ SCHLAEPPI, MARQUARDT, 2021.

¹⁵² A companhia - aberta ou fechada - que tiver entre 500 e 2.000 empregados, independentemente de estar ou não sujeita ao *Co-Determination Act*, deverá ter 1/3 (33%) dos membros do Conselho Supervisor eleitos pelos próprios empregados; e se a companhia for aberta, tiver mais de 2.000 empregados e estiver sujeita ao *Co-Determination Act*, os trabalhadores deverão eleger metade (50%) dos membros de tal Conselho; OCDE, *Op. Cit.*, p. 191



Gestor¹⁵³. Seu número de membros pode variar de 3 a 21 (sempre em uma quantidade divisível por três), proporcionalmente ao capital social da companhia.

Já o Conselho Gestor (Vorstand) é composto por membros executivos e é responsável pela gestão diária da companhia e do exercício de seu objeto social. Como dito anteriormente, os membros desse órgão são eleitos pelo Conselho de Supervisão e, diferentemente das diretorias executivas ao redor do mundo, não encontra-se prevista em lei a figura de um Diretor-Presidente Executivo (CEOs), corroborando com o fato de que o Conselho Gestor é um órgão colegiado¹⁵⁴ – isto é, só pode tomar decisões de forma coletiva e a partir do consenso de seus membros.

Ademais, o Código Alemão de Governança (*Deutscher Corporate Governance Kodex* - “DCGK”), desenvolvido por uma comissão (*Regierungskommission*) específica em contato com agentes econômicos do mercado, recomenda que o Conselho de Supervisão estabeleça comitês com intuito de ampliar sua eficiência. Um desses é o Comitê de Auditoria, que teria a função de supervisionar os procedimentos contábeis e de geração das demonstrações financeiras da companhia, a eficiência dos controles internos a contratação e gestão da auditoria independente¹⁵⁵.

Não obstante, as companhias abertas alemãs ainda podem estar sujeitas a auditores independentes¹⁵⁶, indicados (ou aprovados¹⁵⁷) pelos acionistas, cabendo ao Comitê de Auditoria (e, se não existir, ao próprio Conselho de Supervisão) a conferência da regularidade do processo de auditoria¹⁵⁸. Tais auditores, chamados de auditores estatutários (*statutory auditors*), podem ser pessoas físicas (contadores certificados) ou pessoas jurídicas (empresas de contabilidade¹⁵⁹) e são responsáveis pela auditoria das demonstrações financeiras e do relatório da administração¹⁶⁰.

Frente ao exposto, o Conselho de Supervisão alemão, mesmo que detenha uma série de competências comuns ao Conselho Fiscal brasileiro, tal qual fiscalizar os diretores executivos, os trabalhos de auditoria e o processo de geração das demonstrações financeiras, além de possuírem poderes para convocar uma Assembleia Geral, não pode ser apontado como equivalente do mesmo. Isso se justifica na medida em que o *Aufsichtsrat* possui uma série de funções decisórias (embora não-executivas) dentro da companhia, a respeito da indicação, remuneração e demissão dos mesmos diretores do Conselho de Gestão e o dever de *aprovar* decisões cruciais de tal Conselho¹⁶¹. O Conselho Fiscal brasileiro não se encontra

¹⁵³ OCDE, *Op. Cit.*, p. 178

¹⁵⁴ SILVEIRA, *Op. Cit.*, p. 152

¹⁵⁵ SCHLAEPPI; MARQUARDT, *Op. Cit.* p. 08

¹⁵⁶ Cabe mencionar que de acordo com o Código Comercial Alemão (HGB), há dispensa da obrigação de auditoria para as companhias alemãs de pequeno porte [Section 267 (1)], ALEMANHA, *Handelsgesetzbuch – Hgb.*

¹⁵⁷ *The shareholders of an undertaking elect the statutory auditor of the annual financial statements; the shareholders of the parent undertaking elect the statutory auditor of the consolidated financial statements. (...) . In each case, the statutory auditor is to be elected, as a rule, prior to expiry of that financial year that is covered by the scope of the audit activity.* Ibid [Seção 318 (1)]

¹⁵⁸ OCDE, *Op. Cit.*, p. 203

¹⁵⁹ ALEMANHA, *Op. Cit.*, [Seção 319 (1)]

¹⁶⁰ Ibid. [Seção 316 (2)]

¹⁶¹ SCHLAEPPI; MARQUARDT, *Op. Cit.* p. 06



hierarquicamente relacionado ao Conselho de Administração brasileiro, podendo apenas questioná-lo, em favor dos acionistas.

O *Stock Corporation Act* alemão (*Aktiengesetz*)¹⁶² ainda define que o Conselho Supervisor deve prestar contas aos acionistas na Assembleia Geral anual¹⁶³. Os acionistas, então, tem 8 meses para constituir uma resolução aprovando ou não as ações tomadas pelo Conselho de Supervisão, e, se a assembleia geral - ou um grupo minoritário que possuir, pelo menos, 1/10 do capital social - desejar, avaliar as ações individuais de cada um de membro de cada administrador do Conselho de Supervisão¹⁶⁴.

4.4. REINO UNIDO

O Reino Unido (UK) adota, assim como os EUA, o *common law* e o modelo anglo-saxão de governança corporativa - sistema monista de administração (“*one-tier system*”), no contexto de um mercado com maior pulverização do controle acionário em relação ao brasileiro.

No entanto, isso não quer dizer que não haja diferenças entre UK e EUA. Em primeiro lugar, deve-se notar que, enquanto os EUA optaram pela regulação concentrada de leis como a *Sarbanes-Oxley* e as normas da *Securities and Exchange Commission* (SEC), o UK adotou uma prática de autorregulação mediante a elaboração de códigos de governança do modelo “pratique ou explique” por representantes do próprio mercado¹⁶⁵. Assim, os códigos ingleses que regulam o mercado são constituídos por representantes de várias entidades comerciais e consultas públicas com, principalmente, agentes do mercado. O primeiro compilado normativo foi o *Cadbury Report*¹⁶⁶ de 1992.

Tal documento reafirmava o sistema monista (“*UK unitary board system*”, como ele se refere) no qual existe um Conselho (*board of directors, ou Board*) composto por diretores executivos (*executive directors*), responsáveis pela gestão diária da sociedade, e não-executivos (*non-executive directors*), responsáveis por fiscalizar a ação dos primeiros e tomar decisões-chaves no que diz respeito aos rumos da companhia¹⁶⁷. Entretanto, trouxe uma série de inovações sobre a composição e o funcionamento do Conselho de Administração, a instalação de comitês de auditoria, condução das auditorias independentes e sobre a geração das demonstrações financeiras (SILVEIRA, 2010)¹⁶⁸.

Dentre essas alterações, o *Cadbury Report* recomendou a separação do cargo do Presidente do Conselho (*Chairman of the Board*) do cargo de Diretor Executivo (*Chief Executive Officer*), com o intuito de diminuir a concentração de poder em um só cargo, e que o *Board* deve ser composto, majoritariamente, por *non-*

¹⁶² ALEMANHA. *Stock Corporation Act*, 1965.

¹⁶³ *Ibid.* [Seção 175]

¹⁶⁴ *Ibid.* [Seção 120 (1)]

¹⁶⁵ SILVEIRA, *Op. Cit.*, p. 148

¹⁶⁶ REINO UNIDO. *The Cadbury Report*, 1992

¹⁶⁷ *Ibid.* [Paragraph 4.1]

¹⁶⁸ SILVEIRA, *Op. Cit.*, p. 148



executive directors independentes da companhia¹⁶⁹. Ademais, o *Board* deve criar 3 (três) comitês - Comitê de Auditoria (*Audit Committe*), de Remuneração (*Remuneration Committe*) e de Nominção (*Nomination Committe*)¹⁷⁰ - cuja composição deve ser de, no mínimo, 3 (três) membros, dos quais 2 (dois) precisam ser *non-executive directors* independentes da Companhia¹⁷¹ com o intuito de manter elevados os padrões de governança corporativa.

Ficou definido, por meio do Parágrafo 4.35 (e) e (f)¹⁷² do Relatório, que o Comitê de Auditoria auxiliaria os diretores não-executivos no controle e fiscalização da companhia utilizando-se de competências específicas, das quais pode se destacar: a revisão dos relatórios financeiros semestrais e anuais, a discussão com o auditor independente sobre a natureza e o âmbito da auditoria, a revisão da declaração feita pela companhia sobre seus sistemas de controle interno antes de ser encaminhada para o *Board* e a competência para garantir que auditorias internas sejam adequadamente fundamentadas e revisadas pelo próprio Comitê.

Atualmente, o *UK Corporate Governance Code* compilou e atualizou todos os institutos criados por todos os relatórios posteriores ao *Cadbury Report*¹⁷³, determinando os parâmetros atuais vigentes no Reino Unido de boas práticas, especialmente, no que diz respeito a composição do *board of directors*, remuneração, relacionamento com acionistas, responsabilidade dos diretores e auditoria¹⁷⁴ (DAS, 2019).

Sobre a fiscalização das companhias, o *UK Corporate Governance Code*¹⁷⁵ reafirma a primazia do Comitê de Auditoria quanto a manutenção da integridade e da transparência da administração societária e manteve a maior parte de suas funções estabelecidas em 1992. No entanto, adicionou outras funções, como o monitoramento da integridade, não só das demonstrações financeiras, mas de qualquer divulgação relacionada à performance da companhia¹⁷⁶; a possibilidade de atuação como conselheiro dos diretores quando requisitado; a revisão dos controles internos financeiros e de riscos da companhia; a revisão e monitoramento da eficiência de ambas as auditorias e da objetividade e independência do auditor independente.

Assim, o principal órgão de fiscalização das companhias no Reino Unido, muito embora possua competências comuns ao Conselho Fiscal brasileiro, diferencia-se desse, especialmente, no que diz respeito à sua composição e suas demais atribuições na companhia, que o aproximam mais do Comitê

¹⁶⁹ REINO UNIDO, *Op. Cit.* [Paragraph 4.11]

¹⁷⁰ *Ibid.* [Paragraph 4.21]

¹⁷¹ *Ibid.* [Paragraph 4.11]

¹⁷² *Ibid.* [Paragraph 4.35 (e), (f)]

¹⁷³ Após o *Cadbury Report*, uma série de outros relatórios e códigos reguladores da governança de companhias foram elaborados – corroborando a prática da autorregulação mencionada acima -, como o *Hampel Report* (1998), o *Original Combined Code* (uma compilação dos códigos anteriores após consulta pública - 1998), *Turnbull Report* (1999), *Higgs-Smith-Tyson Report* (2003) e o *New Combined Code* (2003 – 2008), que se tornou o *UK Corporate Governance Code* em 2016 (atualizado em 2018). SILVEIRA, *Op. Cit.*, p. 148 - 149

¹⁷⁴ DAS, 2019.

¹⁷⁵ REINO UNIDO. *UK Corporate Governance Code*, 2018.

¹⁷⁶ *Ibid.* [Provision 25]



de Auditoria Estatutário (CAE) regulamentado pela CVM. Cabe lembrar que, enquanto, os membros do Conselho Fiscal são eleitos pelos acionistas e reportam-se diretamente a eles, os membros do Comitê de Auditoria são escolhidos pelo *Board of Directors*, entre seus próprios *non-executive directors*, sem influência dos acionistas.

Cabe frisar que o Código em questão ainda reiterou a prática de “*comply or explain*”, pacificada na jurisprudência britânica pelo *London Stock Exchange* desde o primeiro *Combined Code* de 1998. Tal modelo de governança se resume a permitir que companhias adotem ou não as Provisões dos Códigos (tornando-as, portanto, como recomendações). Entretanto, caso optarem por não as adotar, as companhias deverão explicar sua decisão, demonstrar a alternativa adotada e quais os potenciais riscos (de acordo com os padrões do *Financial Reporting Council - FRC*), com o intuito de manter a confiança e transparência perante os acionistas e investidores¹⁷⁷.

4.5. ITÁLIA

A Itália, assim como Portugal e Japão, possui um sistema híbrido de governança que permite a adoção de três modelos diferentes: o “tradicional”, o monista (*one-tier*) e o dualista (*two-tier*)¹⁷⁸. Os três modelos são regidos pelas regras de governança italianas e contam com a auditoria independente obrigatória sobre todas as companhias abertas.

O modelo monista conta com o *Consiglio di Amministrazione*, equivalente ao *Board of Directors* dos países anglo-saxões que originaram o modelo monista¹⁷⁹, sendo composto tanto por diretores executivos e não-executivos. Os primeiros, responsáveis pela gestão do dia a dia da companhia e os segundos, de controlar as medidas tomadas pelos executivos¹⁸⁰, com o amparo do “*Comitato per il Controllo Sulla Gestione*” (*management supervisory committee*), este um órgão social composto somente por diretores não-executivos independentes, que se assemelharia a um Comitê de Auditoria e que possui deveres de fiscalização na seara de geração de demonstrações financeiras, contabilidade e controles internos¹⁸¹.

O modelo dualista implica em dois órgãos diferentes: o *Consiglio di Gestione (Management Council)* e o *Consiglio di Sorveglianza (Supervisory Council)*. Diferentemente do modelo alemão, o *Supervisory Council* italiano concentraria os poderes da alta administração (“*high-level*” *management powers*) e teria um comitê interno – composto por seus membros – que deteria todos os poderes de fiscalizar a ação dos diretores, dos auditores independentes e internos, bem como do processo de produção das demonstrações financeiras, chamado de “*Comitato per il Controllo Interno e la Revisione Contabile*”¹⁸².

¹⁷⁷ REINO UNIDO. UK Corporate Governance Code. 2021.

¹⁷⁸ OCDE, *Op. Cit.*, p. 179

¹⁷⁹ ITÁLIA. Codice di Corporate Governance. 2020.

¹⁸⁰ MELIS, 2002.

¹⁸¹ GANDINI, ASTORI, CASSANO, 2009.

¹⁸² ITÁLIA, *Op. Cit.*, p. 3



De acordo com o mesmo Código (2020), os poderes do *Consiglio di Sorveglianza* são de deliberar e definir as diretrizes principais das atividades da companhia e acerca de suas transações de importância estratégica, além de nomear os diretores do *Consiglio di Gestione*, o qual concentraria as decisões de gestão. Pode se dizer, então, que tais órgãos se assemelham, respectivamente, ao Conselho de Administração (com algumas competências a mais) e à diretoria das companhias brasileiras, inexistindo um Conselho Fiscal nos moldes brasileiros nesse modelo dualista.

Em complemento, no modelo dualista, a lei italiana atribui a fiscalização do processo de auditoria independente e geração das demonstrações financeiras a um comitê interno ao *Consiglio di Sorveglianza* muito semelhante funcionalmente ao Comitê de Auditoria Estatutário (CAE)¹⁸³.

No entanto, o modelo de governança mais popular¹⁸⁴ na Itália é o modelo “tradicional” que é composto pelo *Collegio Sindicale (Board of Statutory Auditors)* e pelo *Consiglio di Amministrazione (Board Of Directors)*, ambos indicados por assembleias de acionistas. Esse último tem a mesma função apresentada no modelo monista – de administrar a companhia e o exercício de seu objeto social - e o *Collegio Sindicale* é um órgão considerado como um órgão de auditoria interna¹⁸⁵.

Para a prática italiana, esse último órgão é permanente e de deliberação colegiada, composto por, no mínimo, três membros efetivos com a função de fiscalizar a regularidade geral na administração da companhia e examinar as demonstrações financeiras da companhia¹⁸⁶. Observa-se, portanto, como tal órgão se assemelha ao Conselho Fiscal brasileiro na medida em que possui os mesmos objetos fiscalizatórios e de controle (constituído uma equivalência funcional) e seus membros são eleitos diretamente pelos acionistas em assembleia geral e a eles se reportam. No entanto, é cabível apontar uma distinção interessante: o presidente do *Collegio Sindicale* deve ser eleito entre os membros eleitos por acionistas minoritários ou o único eleito por tal grupo (já que a lei obriga a eleição de, ao menor, 1 representante dos acionistas minoritários)¹⁸⁷.

Por possuir tais competências, o *Collegio Sindicale* agia permeado pelo constante risco de interferir na atuação dos auditores independentes, o que poderia macular o trabalho dos últimos e, portanto, transformar-se em um fator de desconfiança perante os acionistas. Assim, A Lei 58/98 se encarregou de delimitar mais claramente a função de cada um desses agentes, determinando que o *Collegio Sindicale* não somente fiscalizaria a legalidade das decisões tomadas pelos diretores executivos e a eficácia dos controles internos da companhia, mas também ficaria responsável por julgar funcionamento e eficiência dos últimos¹⁸⁸.

¹⁸³ Inclusive, os membros do comitê são escolhidos pelo *Consiglio di Sorveglianza* entre seus próprios membros, assim como os membros do Comitê de Auditoria Estatutário são escolhidos pelo Conselho de Administração brasileiro. Inexiste, portanto, a possibilidade de escolha direta pelos acionistas, tal como acontece com o Conselho Fiscal.

¹⁸⁴ OCDE, 2021, p. 180

¹⁸⁵ OCDE, *Op. Cit.*, p. 180

¹⁸⁶ PONTES, *Op. Cit.*, p. 98

¹⁸⁷ *Ibid.*, p. 99

¹⁸⁸ RIJA, RUBINO, 2018.



O quadro abaixo apresenta um comparativo entre mecanismos de governança corporativa internacionais:

Quadro 09 – Comparativo entre Mecanismos de Governança Corporativa Internacionais

Jurisdição	Modelo Adotado ¹⁸⁹	Órgão de Gestão (Management Board)	Órgão de Supervisão (Supervisory Board)	Conselho Fiscal	Comitê de Auditoria	Principais Normas Reguladoras
Alemanha	Dualista	Conselho Gestor (Vorstand)	Conselho Supervisor (Aufsichtsrat)	-	Obrigatório	Stock Corporation Act (Aktiengesetz) Commercial Code (Handelsgesetzbuch – HGB)
Brasil	Dualista ¹⁹⁰	Diretoria	Conselho de Administração	Conselho Fiscal	Opcional	Código Civil de 2002 Resolução CVM 23 LSA
Estados Unidos	Monista	“Board Of The Directors”	-	-	Obrigatório (Audit Committee)	Securities Exchange Act Sarbanes-Oxley Act of 2002
França	Monista	Conselho de Administração (Conseil d'Administration)	-	-	Obrigatório	Code de Commerce
	Dualista	Diretoria (Directoire)	Conseil de Surveillance	-		Loi de Sécurité Financière
Itália	Monista	Consiglio di Amministrazione	-	-	Obrigatório (Comitato per il Controllo Sulla Gestione)	Codice Civile Codice di Corporate Governance
	Dualista	Consiglio di Gestione	Consiglio di Sorveglianza	-	Obrigatório (Comitato per il Controllo Interno e la Revisione Contabil)	
	“Tradicional”	Consiglio di Amministrazione	-	Collegio Sindacale	-	

¹⁸⁹ OCDE, *Op. Cit.*, p. 179

¹⁹⁰ Decerto, o Brasil, na verdade, possui um modelo monista e um dualista em sua prática jurídica. De acordo com o caput do art. 138 da LSA, o Conselho de Administração das Sociedades Anônimas é um órgão facultativo, o que faria com que a Diretoria fosse o único órgão de gestão da companhia e, logo, adequasse-se a um modelo monista de gestão. No entanto, deve-se observar que o art. 138, §2º do mesmo dispositivo legal determina que as Companhias Abertas (objeto deste estudo) devem possuir Conselho de Administração. Em razão disso, optamos por expor somente o modelo dualista na tabela acima.



Jurisdição	Modelo Adotado	Órgão de Gestão (Management Board)	Órgão de Supervisão (Supervisory Board)	Conselho Fiscal	Comitê de Auditoria	Principais Normas Reguladoras
Reino Unido	Monista	"Board Of The Directors"	-	-	Recomendado (Audit Committee)	Companies Act of 2006 UK Corporate Governance Code
Portugal ¹⁹¹	Monista	Conselho de Administração	-	-	Obrigatório (Comissão de Auditoria) ¹⁹²	Código das Sociedades Comerciais
	Dualista	Conselho de Administração Executivo	Conselho Geral e de Supervisão	-	- ¹⁹³	
	"Tradicional"	Conselho de Administração	-	Conselho ¹⁹⁴ Fiscal	-	The Corporate Governance Code of IPCG
Austrália ¹⁹⁵	Monista	Board Of Directors	-	-	Recomendado (Audit Committee)	Corporations Act 2001 ASX Corporate Governance Principles and Recommendations
Argentina ¹⁹⁶	Dualista	Directorio	-	Comisión Fiscalizadora (Sindicatura)	Obrigatório (Comité de Auditoria)	Ley de las Sociedades Comerciales (Ley 19550/1972)
		Directorio	Consejo de Vigilancia	-		Ley de Mercado de Capitales Resolución 1119/18
México ¹⁹⁷	Monista	Consejo de Administración.	-	Comisario(s) ¹⁹⁸	-	Ley General de Sociedades Mercantiles Código de Comercio de 1889.

Fonte: Elaborado pelos Autores.

¹⁹¹ PONTES, *Op. Cit.*, p. 86-93

¹⁹² Junto a um "Revisor de Contas" (figura semelhante ao auditor independente brasileiro). PORTUGAL. Decreto-Lei 262/86, de 02 de setembro de 1986. **Código das Sociedades Comerciais**. [Artigo 278, n° 1, b)]

¹⁹³ O Código das Sociedades Comerciais impõe que as Companhias que aderem ao modelo dualista admitam, ao invés de uma comissão de auditoria, um "revisor de contas" – ocupação que se assemelha a um auditor independente. *Ibid.* [art. 278, n° 1, c)]

¹⁹⁴ PONTES, *Op. Cit.*, p. 89

¹⁹⁵ OCDE, *Op. Cit.*, p. 179

¹⁹⁶ PONTES, *Op. Cit.*, p. 76-82

¹⁹⁷ PONTES, *Op. Cit.*, p. 82-86

¹⁹⁸ MÉXICO. **Ley General de Sociedades Mercantiles**, 1934.



4.6. CONCLUSÃO

Face ao exposto nas subseções anteriores, o Conselho Fiscal, nos moldes de composição e funções estabelecidos pela lei brasileira, é um órgão social único. Isto é, mesmo em países como Portugal, Itália ou Argentina, os quais possuem órgãos internos de fiscalização com semelhança/equivalência funcional ao Conselho Fiscal, esses não são plenamente idênticos haja vista a variação de estrutura e composição dos órgãos (de acordo com a lei nacionais) e a presença ou ausência de certas funções entre eles¹⁹⁹.

Ao analisarmos a tabela, podemos observar que companhias de países que não possuem o Conselho Fiscal, em regra, adotam um Comitê de Auditoria responsável pela fiscalização do processo de geração das demonstrações financeiras e dos sistemas de auditoria internos e externos da companhia. As únicas exceções são os países que adotam o modelo de governança “*Comply or Explain*”, como Reino Unido e Austrália, que transformam tal obrigação em recomendação e permitem que outro modelo de fiscalização seja adotado, desde que devidamente justificado.

Cabe lembrar que Conselhos de Supervisão, adotados por países dualistas, a despeito de serem eleitos pelos acionistas em assembleia, não devem ser considerados equivalentes ao Conselho Fiscal. Ainda que compartilhem algumas competências - exercem a fiscalização dos atos dos administradores, dos controles internos e do processo de geração das demonstrações financeiras, e podem até aconselhar os diretores executivos – sua função é mais ligada às grandes diretrizes estratégicas da companhia, tais como a escolha dos diretores do Conselho de Gestão, a fixação de remuneração de tais executivos, até mesmo a aprovação de determinadas decisões executivas.

¹⁹⁹A título de exemplo, o Conselho Fiscal português deve “Fiscalizar a eficácia do sistema de gestão de riscos, do sistema de controlo interno e do sistema de auditoria interna, se existentes” (art. 420, i, Código das Sociedades Comerciais), enquanto tal função, no arcabouço legal brasileiro, é típica do Comitê de Auditoria (IBGC, 2015, p. 80) e não do Conselho Fiscal.



5. DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS A SEREM ALCANÇADOS

O objetivo geral da regulação a ser produzida é a redução dos custos de observância das companhias abertas de menor porte, sopesando a necessidade de proteção ao investidor minoritário. O quadro 10 abaixo resume os objetivos a serem alcançados com a regulação pretendida.

Quadro 10 – Objetivos a Serem Alcançados com a Regulação Pretendida

Problema regulatório	Objetivos estratégicos	Objetivos fim	Objetivos específicos
Possível falha regulatória na mitigação do PR1 – possível “efeito deslocamento” quando da utilização do Conselho Fiscal em companhias de menor porte para mitigação do PR1.	<p>Assegurar níveis mínimos de proteção ao investidor no mercado brasileiro.</p> <p>Assegurar um mercado de capitais eficiente.</p> <p>Redução do custo de observância ao qual sujeitam-se os participantes regulados pela CVM.</p>	Redução dos custos regulatórios das companhias abertas de menor porte sopesando a necessidade de proteção ao investidor.	<p>Racionalização da estrutura de governança corporativa no segmento de companhias de menor porte.</p> <p>Facilitar o acesso das companhias de menor porte ao financiamento via mercado de capitais, em especial via emissão de ações.</p>

Fonte: Elaborado pelos Autores.



6. DEFINIÇÃO DAS ALTERNATIVAS POSSÍVEIS AO ENFRENTAMENTO DO PROBLEMA REGULATÓRIO

Para endereçar os problemas regulatórios mapeados, considerando ainda os objetivos regulatórios traçados, três alternativas principais e outras três secundárias foram mapeadas. Pontua-se que as alternativas secundárias não serão levadas adiante na análise conforme justificativas a serem apresentadas, com base na pesquisa até então desenvolvida. Segue primeiramente as alternativas regulatórias principais:

- **Alternativa 1:** manter a norma vigente (não ação), ou seja, a CVM não edita regra com base no art. 294-A da LSA (conforme alterada pela LCP 182) e mantém obrigatória a instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral para todas as companhias abertas, nos termos atuais.
- **Alternativa 2:** criar ou alterar Resolução CVM com base na permissão conferida pelo art. 294-A da LSA (conforme alterada pela LCP 182) e dispensar a obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral para todas as companhias abertas elegíveis conforme o art. 294-B, ou seja, com receita bruta anual abaixo de R\$ 500 milhões.
- **Alternativa 3:** criar ou alterar Resolução CVM com base na permissão conferida pelo base no art. 294-A da LSA (conforme alterada pela LCP 182) e modular a obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral para todas as companhias abertas elegíveis conforme o art. 294-B, dispensando-a mediante a possibilidade expressa de eleição por parte da minoria de um dos integrantes do Conselho de Administração da companhia aberta, conselheiro esse que pode ser o conselheiro independente já exigido pelo art. 140 da LSA e regulamentado pela CVM via Resolução CVM 168 (alteradora da Resolução CVM 80)²⁰⁰.

As alternativas abaixo foram levantadas preliminarmente, porém não serão avançadas, conforme justificativas próprias:

- **Alternativa 4:** criar regra com base na permissão conferida pelo art. 294-A da LSA (conforme alterada pela LCP 182) e modular a obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral para todas as companhias abertas elegíveis conforme o art. 294-B, dispensando-a mediante a composição, por parte da companhia aberta, de um Comitê de Auditoria Estatutário aderente a Resolução CVM 23.

Em resumo, essa alternativa não será avançada devido ao fato do Comitê de Auditoria não ser um substituto pleno para o Conselho Fiscal, a despeito das blindagens de governança adicionais teoricamente proporcionadas por ele à companhia aberta e seus acionistas como um todo. Conforme argumentação

²⁰⁰ Os critérios de independência encontram-se no Anexo K da Resolução CVM 80.



no capítulo 2.6.3, existem duas diferenças relevantes entre os dois órgãos: (i) escopo e (ii) subordinação hierárquica.

Quanto ao primeiro item, constatou-se que a função do Comitê de Auditoria centra-se na questão das demonstrações financeiras da companhia e dos controles internos necessários para sua geração, além do relacionamento da companhia com a auditoria independente, ao passo que o Conselho Fiscal é genericamente amplo no seu potencial fiscalizatório dos atos dos administradores.

Quanto ao segundo item, o Comitê de Auditoria consiste numa instância do próprio Conselho de Administração, que conta inclusive com membros não eleitos pelos acionistas. Reafirma-se, portanto, que a ingerência dos acionistas, em especial dos minoritários, sobre este órgão é limitada, enquanto os membros do Conselho Fiscal subordinam-se diretamente aos acionistas, inclusive podendo alguns ser eleitos diretamente pelos minoritários.

Desta maneira, considerando que os objetivos regulatórios (capítulo 5) incluem “sopesar a proteção aos minoritários”, tal alternativa perde força já na largada. Por fim, vale ressaltar, em linha com o exposto no capítulo 5, que iniciativas de regulação privada já vigentes, tais como os segmentos especiais de governança da B3, já incentivam as companhias abertas a instalarem Comitês de Auditoria²⁰¹, não havendo necessidade de considerar regulamentação da CVM nesse sentido no momento.

- **Alternativa 5:** criar regra com base na permissão conferida pelo art. 294-A da LSA (conforme alterada pela LCP 182) e modular a obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral para todas as companhias abertas elegíveis conforme o art. 294-B, dispensando-a mediante a composição do Comitê de Auditoria Estatutário aderente a Resolução CVM 23, apenas para companhias que não possuam controlador definido.

Muito embora esta alternativa limite seu escopo a um cenário onde o problema regulatório originário (PR1 acima) é menor (uma vez que as companhias alvo não possuem controlador definido), o que tende a favorecer a visão de que pode haver falha regulatória (PR2 acima) para esse subgrupo de companhias, a alternativa analisada padece dos mesmos problemas acima. Adicionalmente, sua implementação criaria complexidade regulatória e de supervisão para a CVM ao criar outro “subgrupo” de companhias abertas, o qual pode ainda ser excessivamente dinâmico conforme contínua evolução do quadro acionário das companhias.

²⁰¹ Em dezembro de 2021, das 496 companhias abertas analisadas na Categoria A, 312 informaram no FRE ter algum tipo explícito de Comitê de Auditoria, estatutário ou não.



7. IMPACTO DAS ALTERNATIVAS IDENTIFICADAS E CUSTOS REGULATÓRIOS

7.1. INTRODUÇÃO A EVOLUÇÃO RECENTE NO USO DO CONSELHO FISCAL

Primeiramente, se estabelece que a análise dos impactos das alternativas e sua comparação serão feitas com base na metodologia de custo-benefício, de maneira quantitativa-monetária sempre que possível. Dentre os fatores limitadores para uma análise puramente quantitativa, podemos citar: i) escassez de referencial bibliográfico de suporte no que abarca a modelagem do problema regulatório sob análise, tornando qualquer esforço de mensuração maior e inovador, e, assim, esbarrando nas limitações técnicas e orçamentárias da CVM, em especial no que tange a mensuração do “benefício”; b) relação de custo-benefício desfavorável para obter amostras quantitativas que suportem alguns pontos específicos do estudo.

Considerando a data de 31/12/2021 como uma data corte a ser utilizada nesse estudo²⁰², foram identificadas 706 companhias abertas com registro ativo perante a CVM. Essas companhias se dividem em dois principais grupos, com base na sua categoria de registro: “Categoria A”, composta por companhias autorizadas a emitir de títulos de “equity” (participação acionária), e “Categoria B”, composta por companhias autorizadas unicamente a emitir de instrumentos de dívida.

Por escolha metodológica, subdividiu-se as companhias da “Categoria B” em “Categoria B” e “Categoria B Securitizadoras”, composta por companhias abertas securitizadoras²⁰³. Os quadros abaixo apresentam os números de cada grupo, contendo seu quantitativo, média da receita bruta em 2021, informação referente ao estatuto social válido na data limite no que tange a natureza do Conselho Fiscal (estatutário/permanente ou não permanente), natureza do capital (capital de maioria estatal, privado nacional ou estrangeiro):

²⁰² Tal data foi utilizada buscando harmonizar as competências dos documentos regulatórios à CVM, uma vez que o estudo foi conduzido ao longo de 2022. Sendo assim, considerando os dados cadastrais das companhias (com base no Formulário Cadastral da Resolução CVM 80), a amostra utiliza a posição cadastral divulgada pelas companhias à CVM de 31/12/2021. No que se refere a dados obtidos via Formulário de Referência (FRE, também da Resolução CVM 80), foram utilizados os dados do último FRE ativo para a competência mais recente disponível para cada companhia, anterior a 2022 (ou seja, no máximo, o último FRE disponível de 2021 quando disponível). No que tange aos dados de Receita Bruta e Despesas Administrativas (SG&A), a competência utilizada também foi 2021, sendo que a fonte utilizada foi o provedor de dados Economática, complementado pelos dados da própria base da CVM (DFP e ITR contábeis enviados pelo sistema ENET, conforme Resolução CVM 80) quando necessário.

²⁰³ Na data corte utilizada, a Resolução CVM 60, que criou o regime regulatório próprio das Companhias Securitizadoras, havia acabado de ser editada (24/12/2021), o que exigiu algum período de ajuste no reporte de dados, bem como de reavaliação do regime regulatório desejado por parte dessas companhias. Ou seja, para efeitos da base utilizada, em 31/12/2021, as Companhias Securitizadoras ainda agregavam a base cadastral das Companhias Abertas e precisavam ser expurgadas.



Quadro 11 – Quantitativo de Companhias ao final de 2021

Categoria	Conselho Fiscal Não Estatutário	Conselho Fiscal Estatutário	TOTAL
Categoria A	409	80	489
Categoria B	121	18	139
Categoria B Securitizadoras	65	2	67
TOTAL	595	100	695

Fonte: CVM. Inclui apenas companhias com informação acerca do Conselho Fiscal clara no estatuto social.

Quadro 12 – Receita Bruta Média (R\$ bi) por Categoria ao final de 2021

Categoria	Conselho Fiscal Não Estatutário	Conselho Fiscal Estatutário	MÉDIA GERAL
Categoria A	R\$5.910	R\$29.622*	R\$9.790
Categoria B	R\$2.299	R\$4.026	R\$2.523
Categoria B Securitizadora	R\$160	R\$27	R\$156
MÉDIA GERAL	R\$4.548	R\$24.423	R\$7.408

Fonte: CVM.

*Valor inclui Estatais de Grande Porte como Petrobras (R\$ 452 Bi) e Banco do Brasil (R\$ 194 Bi).

Acerca do Conselho Fiscal, baseado na análise dos estatutos sociais válidos na data limite, constata-se que a maioria das companhias abertas pesquisadas (86%) optou pelo Conselho Fiscal não permanente (não estatutário), ou seja, instalado apenas conforme solicitado pelos acionistas em assembleia geral. É importante ainda frisar que, ao reduzir o universo de análise apenas às companhias abertas de capital majoritário privado da Categoria A, identificou-se que apenas 10.7% adotam o Conselho Fiscal permanente (estatutário).



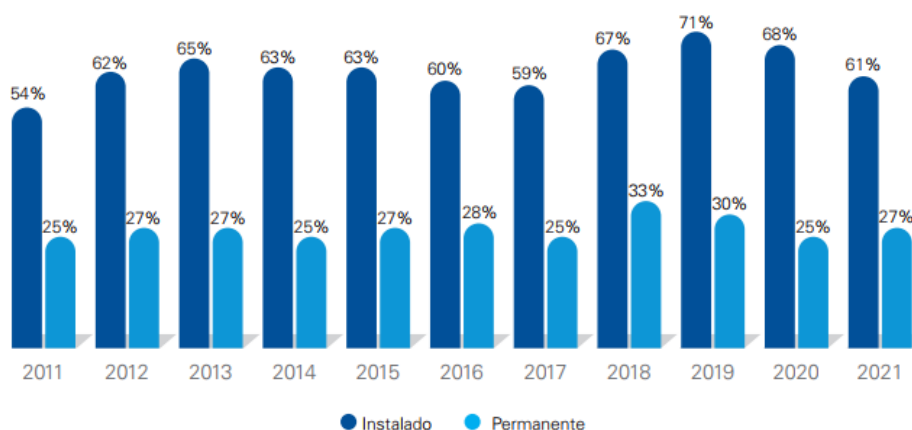
Quadro 13 – Comparativo de Tipo de Conselho Fiscal por Companhia, ao final de 2021

Categoria	Natureza do Capital Acionário Majoritário	Conselho Fiscal Não Estatutário	Conselho Fiscal Estatutário	Estatuto não Localizado ou Informação não Disponível	TOTAL
Categoria A	Estatal	-	30	-	30
	Privado	409	50	7	466
Categoria A Total		409	80	7	496
Categoria B	Estatal	-	10	-	10
	Privado	121	8	1	130
Categoria B Total		121	18	1	140
Categoria B Securitizadoras	Estatal	-	1	-	1
	Privado	65	1	3	69
Categoria B Securitizadoras Total		65	2	3	70
TOTAL GERAL		595	100	11	706

Fonte: CVM.

Ainda sobre a questão do uso da prerrogativa da permanência estatutária do Conselho Fiscal, constata-se, de acordo com a Figura 01 (abaixo)²⁰⁴, que a modalidade não estatutária vem mesmo sendo a mais comum ao longo da última década, e que os percentuais de uso da modalidade estatutária vêm se mantendo estáveis.

Figura 01 – Evolução na Porcentagem das Empresas com Conselho Fiscal permanente



Fonte: KPMG, 2021 p.31.

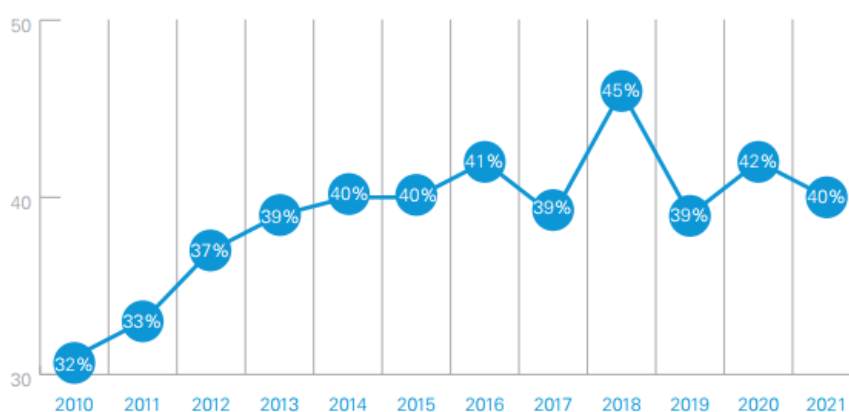
²⁰⁴ Diferenças da tabela própria para o estudo da KPMG podem ter ocorrido devido a diferença da amostra. Em seu estudo, a KPMG considerou 280 Companhias no segmentos de Governança diferenciados da B3 (Novo Mercado, N1 e N2) e as Companhias com as 50 maiores Receitas Líquidas do segmento Básico. A amostra do presente estudo considera todas as 496 Companhias da Categoria A.



Acerca desse tópico, há literatura que aponta que tal caráter temporário poderia levar a um pior desempenho do órgão e uma maior tendência de piora de indicadores de endividamento da companhia quando comparado com a instalação permanente²⁰⁵. O estudo também constatou uma relação positiva entre o Conselho Fiscal estatutário e o tamanho da companhia, ou seja, tal modalidade tenderia a ser mais comum em empresas de maior porte, consonante a um entendimento de que os custos de agência inerentes ao Conselho Fiscal seriam mais suportáveis para companhias de maior porte.

Verifica-se ainda através da figura acima que houve algum crescimento na instalação temporária, denotando percepção dos acionistas pelos benefícios de governança corporativa que o mesmo tende a oferecer. Indo ao encontro dessa tendência, a porcentagem de membros eleitos por acionistas minoritários também aumentou no período, conforme exposto pela Figura 02 abaixo²⁰⁶.

Figura 02 – Evolução na Porcentagem de Membros do Conselho Fiscal Indicados pelos Acionistas Minoritários



Fonte: KPMG, 2021.

7.2. IDENTIFICAÇÃO DOS CUSTOS E BENEFÍCIOS DAS ALTERNATIVAS

A análise de custos e benefícios será separada por cada participante afetado pelo problema regulatório, conforme a seção 2.8. Além disso, considerará, com base na metodologia de custo padrão da OCDE²⁰⁷, blocos de custo tais como “custos de compliance”, “custos indiretos”, “custos de oportunidade”, “custos financeiros” e “custos macroeconômicos”, apenas caso considerados relevantes. Sendo assim, detalharemos algo acerca dos custos e benefícios associados às alternativas regulatórias supramencionadas na seção 6:

²⁰⁵ SILVA, 2017. *Apud.* CARVALHO, *Op. Cit.*, p.55-62

²⁰⁶ KPMG, 2021 pg.17

²⁰⁷ https://www.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-regulatory-compliance-cost-assessment-guidance_9789264209657-en



7.2.1. CUSTOS DE COMPLIANCE

7.2.1.1. CUSTO DIRETO DO CONSELHO FISCAL

Trata-se do custo direto de instalação e operação do Conselho Fiscal pela companhia, caso exigido por estatuto ou pelos acionistas.

Com relação a esse custo, um levantamento com base na última competência de FRE ativo disponibilizada por cada companhia da amostra evidenciou um total de 259 companhias distintas onde o Conselho Fiscal foi instalado em, ao menos, um dos quatro anos de intervalo ali reportados²⁰⁸. O custo médio do Conselho Fiscal, por companhia, foi de R\$ 424 mil reais por ano. O quadro abaixo apresenta os valores por grupos de companhia:

Quadro 14 – Custo Anual do Conselho Fiscal por Companhia, com base no FRE de 2021

		2018	2019	2020	2021	MÉDIA
Categoria A	Média	0,402	0,429	0,414	0,496	0,435
	Mediana	0,313	0,335	0,324	0,419	0,348
	Desvio Padrão	0,316	0,344	0,317	0,346	0,331
	Quantidade de Observações	198	205	209	181	198
Categoria B (com Securitizadoras)	Média	0,232	0,235	0,281	0,348	0,274
	Mediana	0,156	0,152	0,153	0,240	0,175
	Desvio Padrão	0,195	0,268	0,431	0,476	0,342
	Quantidade de observações	17	16	17	11	15
TOTAL	Média	0,388	0,415	0,404	0,487	0,424
	Mediana	0,304	0,326	0,313	0,402	0,336
	Desvio Padrão	0,311	0,342	0,328	0,355	0,334
	Quantidade de observações	215	221	226	192	214

Fonte: CVM.

O quadro a seguir apresenta os dados das companhias da Categoria A segregados por tipo de controle. É possível perceber que o custo do Conselho Fiscal com controlador privado é maior que o das estatais (R\$ 0,443 Milhões vs R\$ 0,387), em linha com a tendência de maior remuneração da diretoria no setor privado em relação às companhias de controle estatal.

²⁰⁸ Com base nas informações do FRE (seção 8.17 no Anexo C da Resolução CVM 80), as companhias devem informar a remuneração total dos órgãos societários em relação aos 3 últimos exercícios sociais e a previsão para o exercício social corrente. Eventuais diferenças entre o comportamento esperado de reporte de instalação do Conselho Fiscal num determinado ano e o caráter estatutário do Conselho Fiscal podem ser consideradas como erros ou omissões de reporte das companhias no FRE. A base de custos construída dependeu exclusivamente da divulgação efetiva de valores via FRE.



Quadro 15 – Custo Anual do Conselho Fiscal Por Companhia Segregado por Tipo de Controle, com base no FRE de 2021

		2018	2019	2020	2021 ²⁰⁹	MÉDIA
Controle Privado	Média	0,410	0,440	0,424	0,498	0,443
	Mediana	0,329	0,346	0,329	0,432	0,359
	Desvio Padrão	0,319	0,346	0,322	0,329	0,329
	Quantidade de Observações	169	175	179	161	171
Controle Estatal	Média	0,355	0,362	0,357	0,475	0,387
	Mediana	0,270	0,264	0,271	0,284	0,272
	Desvio Padrão	0,300	0,326	0,286	0,474	0,346
	Quantidade de observações	29	30	30	20	27
TOTAL CATEGORIA A	Média	0,402	0,429	0,414	0,496	0,435
	Mediana	0,313	0,335	0,324	0,419	0,348
	Desvio Padrão	0,316	0,344	0,317	0,346	0,331
	Quantidade de observações	198	205	209	181	198

Fonte: CVM.

Considerando apenas as companhias privadas de Categoria A, dado que as estatais são obrigadas por lei a ter o Conselho Fiscal estatutário, o quadro abaixo apresenta os custos dividindo-as em Conselho Fiscal estatutário ou não-estatutário:

Quadro 16 – Custo Anual do Conselho Fiscal Por Companhia Segregado por Tipo de Conselho Fiscal, com base no FRE de 2021

		2018	2019	2020	2021	MÉDIA
Categoria A - Privadas - CF Estatutário	Média	0,571	0,619	0,612	0,663	0,616
	Mediana	0,431	0,478	0,523	0,558	0,498
	Desvio Padrão	0,464	0,483	0,467	0,428	0,460
	Quantidade de Observações	43	43	44	41	43
Categoria A - Privadas - CF Não Estatutário	Média	0,355	0,382	0,362	0,442	0,385
	Mediana	0,302	0,327	0,313	0,400	0,335
	Desvio Padrão	0,229	0,266	0,228	0,267	0,248
	Quantidade de observações	126	132	135	120	128
TOTAL	Média	0,410	0,440	0,424	0,498	0,443
	Mediana	0,329	0,346	0,329	0,432	0,359
	Desvio Padrão	0,319	0,346	0,322	0,329	0,329
	Quantidade de observações	169	175	179	161	171

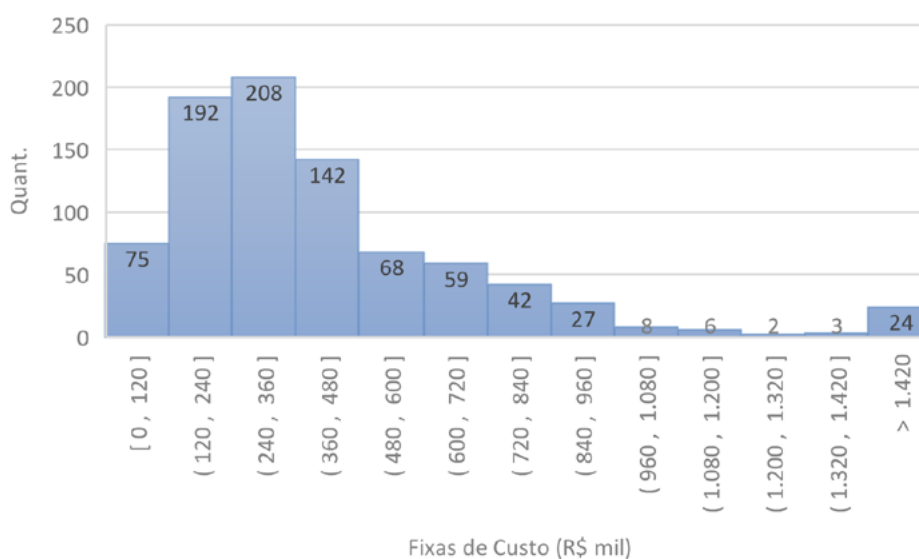
Fonte: CVM.

²⁰⁹ A quantidade de observações para 2021 é menor devido ao fato de consistirem em estimativas para o exercício, que podem ser retificadas nos FREs posteriores. A amostragem foi feita com base no último FRE ativo reportado de cada competência.



Da tabela acima é possível apreender que o Conselho Fiscal chegou a custar 60% a mais quando instalado por companhias que o possuem de maneira estatutária em comparação com aquelas em que o órgão só é instalado temporariamente (R\$ 616 mil contra R\$ 385 mil). Já o histograma abaixo apresenta a distribuição dos custos anuais do Conselho Fiscal, mostrando que há poucos outliers:

Figura 03 – Histograma do Custo do Conselho Fiscal (R\$ Mil) de Companhias da Categoria A de 2018 a 2021, com base no FRE de 2021



Fonte: CVM.

Sendo assim, em termos de custo total anual, se todas as 496 companhias da Categoria A (considerando a amostra da data limite) instalassem o Conselho Fiscal num determinado ano, uma estimativa de custo seria ao redor de R\$ 217 milhões de reais por ano (R\$ 0,435 milhões de custo médio por companhia multiplicado por 496 companhias).

Outra abordagem de custo com relevância para o problema regulatório é verificar se há diferenças relevantes por faixa de receita bruta, de forma a considerar apenas a faixa de dispensa permitida pela LCP 182²¹⁰. O quadro abaixo apresenta os dados do Conselho Fiscal em companhias da Categoria A, privadas e segregadas por faixa de faturamento que atenda os propósitos das alternativas regulatórias.

²¹⁰ Análise ao encontro do proposto pelo Decreto 10.411/20, art. 6, VII-A.



Quadro 17 – Custo Anual do Conselho Fiscal Por Companhia Segregado por Tamanho da Companhia, com base no FRE de 2021

		2018	2019	2020	2021	MÉDIA
Faturamento Inferior a R\$ 500 MM	Média	0,238	0,257	0,231	0,275	0,250
	Mediana	0,237	0,248	0,210	0,261	0,239
	Desvio Padrão	0,128	0,127	0,109	0,154	0,129
	Quantidade de Observações	28	31	32	26	29
Faturamento Superior a R\$ 500 MM	Média	0,444	0,479	0,466	0,541	0,483
	Mediana	0,348	0,402	0,369	0,470	0,397
	Desvio Padrão	0,335	0,366	0,337	0,336	0,343
	Quantidade de observações	141	144	147	135	142
TOTAL	Média	0,410	0,440	0,424	0,498	0,443
	Mediana	0,329	0,346	0,329	0,432	0,359
	Desvio Padrão	0,319	0,346	0,322	0,329	0,329
	Quantidade de observações	169	175	179	161	171

Fonte: CVM.

Verifica-se, através do quadro acima, que o custo médio anual do Conselho Fiscal tende a ser menor em termos nominais para companhias de menor porte (52% menor). O quadro de correlação e os gráficos de dispersão abaixo ilustram a relação entre as variáveis acima, mostrando que os custos do Conselho Fiscal tendem a estar positivamente correlacionados com a receita bruta anual das companhias e suas despesas administrativas, ou seja, variando proporcionalmente ao porte da companhia²¹¹.

Quadro 18 – Correlações do Custo do Conselho Fiscal com Faturamento e Despesas Gerais e Administrativas Segregados por tipo de Conselho Fiscal e Tamanho das Companhias

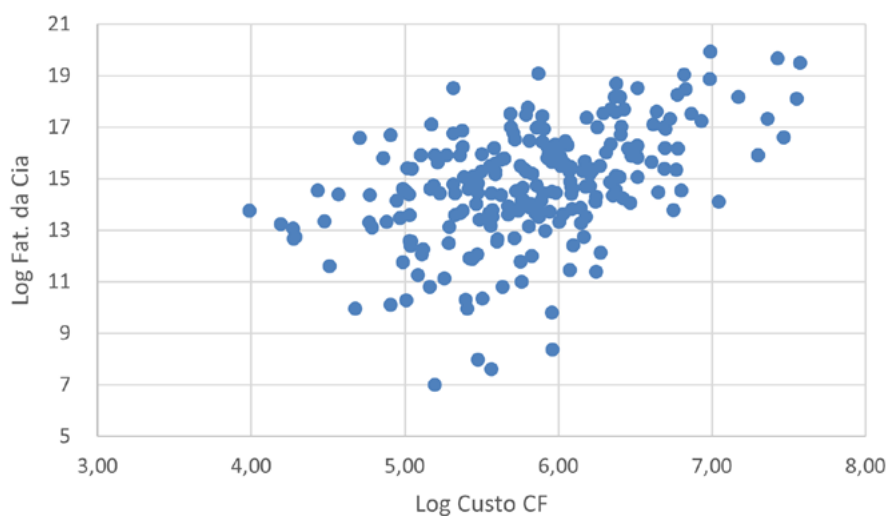
	Correlação com Receita Bruta anual	Correlação com Despesas Gerais e Administrativas
Custo CF - Categ. A	0,5206	0,3367
CF Estatutário	0,4993	0,2614
CF Não Estatutário	0,5178	0,4273
Fat. Maior que R\$ 500 MM	0,5091	0,3150
Fat. Menor que R\$ 500 MM	-0,0719	0,0218

Fonte: Elaborado pelos autores.

²¹¹ Dados de receita bruta anual e de despesas gerais administrativas (SG&A) são dados contábeis referentes ao exercício de 2021, para os conglomerados consolidados. Fonte: Economatica (primária) e CVM (ITR/DFP) onde necessário.

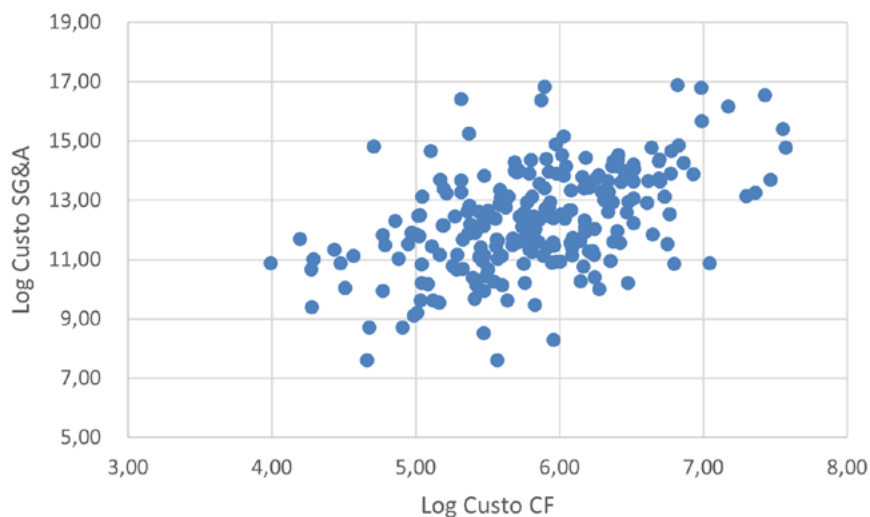


Figura 04 – Dispersão dos Logarítimos do Custo do Conselho Fiscal com o Faturamento da Companhia A



Fonte: Elaborado pelos autores.

Figura 05 – Dispersão dos Logarítimos do Custo do Conselho Fiscal com o Despesas Gerais e Administrativas das Companhias A



Fonte: Elaborado pelos autores.

Entretanto, quando segregamos a análise por faixa de receita bruta, vemos que a correlação não é tão positiva no segmento das companhias de menor porte. Enquanto a divisão por empresas de Conselho Fiscal estatutário e não estatutário mostra correlações positivas do custo do Conselho Fiscal com ambas as variáveis contábeis, a divisão por faixa de receita bruta mostra que no segmento de menor porte quase não há correlações positivas. Isso, por sua vez, sugere que o custo do Conselho Fiscal, ao ser uma despesa de caráter fixo ou semi-fixo para esse grupo, possui maior impacto proporcional.



O quadro abaixo fornece maior luz à abordagem acima. Da amostra de 235 companhias Categoria A nas quais o Conselho Fiscal foi instalado em ao menos um ano²¹², 18% (43) possuíam receita bruta anual igual ou menor do que R\$ 500 milhões em 2021, limite disposto pelo art. 294-B da LSA. O conjunto de companhias de maior porte têm o custo do Conselho Fiscal representando apenas 0,04% de suas despesas gerais e administrativas médias (SG&A), ao passo que no conjunto das companhias de menor porte esse percentual é mais de 10 vezes maior, chegando a 0,48%.

Quadro 19 – Dados Relevantes das Companhias da Categoria A em que o Conselho Fiscal foi instalado ao menos uma vez de 2018 a 2021

	Receita Bruta acima de R\$ 500 Milhões	Receita Bruta menor ou igual a R\$ 500 Milhões
Receita Bruta Média (R\$ MM)	20.894	161
SG&A Médio (R\$ MM)	1.200	53
Custo Médio do Conselho Fiscal (R\$ MM)	0,477	0,250
% Médio CF / Receita Bruta	0,002%	0,15%
% Médio CF / SG&A	0,04%	0,47%
Quantidade Companhias	192	43

Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme apresentado no Quadro 17 acima, em média 29 de 171 (17%) companhias que acionaram anualmente o Conselho Fiscal de 2018 a 2021 eram privadas na Categoria A e com receita bruta anual abaixo de R\$ 500 milhões. Dessas companhias, apenas 4 tinham Conselho Fiscal estatutário (em média por ano). Ou seja, se houvesse ocorrido a dispensa, a mesma teria afetado em média 25 companhias privadas da categoria A por ano.

A um custo do Conselho Fiscal médio de R\$ 0,250 milhões por ano para esse subgrupo (conforme Quadro 17), o valor de economia anual para esse grupo de companhias, mantendo as demais variáveis constantes, seria de R\$ 6,250 Milhões (25 x R\$ 0,250 Milhões).

Este número de instalações voluntárias ao ano na faixa de faturamento alvo é que seriam de fato impactados por uma eventual dispensa ou modulação propostas pelas Alternativas 2 e 3. Dessa maneira e, através desta informação, é que se pode calcular o valor presente global da redução do custo direto do Conselho Fiscal numa eventual dispensa ou modulação do mesmo nesse patamar de receita bruta, conforme quadro a seguir:

²¹² Conforme mesmos critérios de seleção e reporte de FRE mencionados acima.



Quadro 20 – Valor Presente do Custo Unitário do Conselho Fiscal – Valor Médio*

	Outra Taxas de Desconto Supondo Riscos Maiores			
Taxa de Desconto (Real %)	10,00%	15,00%	20,00%	25,00%
VP 5 anos (R\$ Milhões)	R\$ 23,71	R\$ 20,97	R\$ 18,71	R\$ 16,82
VP 10 anos (R\$ Milhões)	R\$ 38,44	R\$ 31,40	R\$ 26,23	R\$ 22,34
VP Perpet. (R\$ Milhões)	R\$ 62,56	R\$ 41,70	R\$ 31,28	R\$ 25,02

Fonte: Elaborado pelos autores.

*Valores das taxas e dos fluxos reais (não crescem com inflação)

Por fim, constata-se que, nos cenários das alternativas 2 e 3, a eliminação de tais custos consiste em benefício.

7.2.1.2. CUSTO DE ATENDIMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIRETORIA ÀS DEMANDAS DO CONSELHO FISCAL

A análise até então reconhece que a devida atuação do Conselho Fiscal irá demandar horas de trabalho do restante da administração (Conselho de Administração e diretoria) para atendimento de suas demandas legítimas, mesmo sem considerar a possibilidade teórica de uso indevido do Conselho (abuso da minoria). Sendo assim, há de se reconhecer a existência de custos adicionais aos custos operacionais diretos do Conselho Fiscal, ainda que de impraticável mensuração. Nesse sentido, podemos dizer que nos cenários das alternativas 2 e 3, a eliminação de tais custos consistem em benefício monetário.

7.2.1.3. CUSTOS DE ALTERAÇÃO NORMATIVA

Tal rubrica consiste nos custos administrativos do regulador, para movimentar seus colaboradores e outros insumos num esforço de alteração normativa, caso necessário. No atual momento, o regulador não possui estimativas prontas para processos padrão de normatização, segregados por complexidade. Para fins deste trabalho, não se considera factível a mensuração dos mesmos, muito embora os mesmos existam.



7.2.2. CUSTOS FINANCEIROS

Não consideraremos esta rubrica como relevante para os propósitos desta análise, uma vez que os gastos associáveis ao Conselho Fiscal consistem em consumo de fluxo de caixa operacional das companhias. No contexto de capital de giro utilizado para financiar as despesas operacionais gerais da companhia, não faz sentido atribuir um custo financeiro exclusivamente associado aos mesmos.

Por fim, constata-se que, nos cenários das alternativas 2 e 3, a eliminação de tais custos consiste em benefício.

7.2.3. CUSTOS DE OPORTUNIDADE

Esta rubrica poderia consistir no VPL do melhor uso alternativo dos recursos considerados com os custos diretos em cada uma das alternativas. Para fins deste trabalho, não consideraremos tal rubrica como sendo factível para mensuração. Por fim, constata-se que, nos cenários das alternativas 2 e 3, a eliminação de tais custos consiste em benefício.

7.2.4. CUSTOS INDIRETOS

Essa rubrica abarca os demais efeitos econômicos aos quais os participantes estão sujeitos. **Vale a pena ressaltar que tais custos possuem uma contraparte direta do lado dos benefícios a um participante**, quando representam uma redução nos mesmos.

7.2.4.1. ELEVAÇÃO NO CUSTO DE CAPITAL DAS COMPANHIAS DE MENOR PORTE REFLETINDO TEÓRICA QUEDA DA QUALIDADE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DEVIDO À AUSÊNCIA DO CONSELHO FISCAL.

Retomando a discussão do Capítulo 2, quando explicitamos o problema regulatório e os benefícios potenciais do Conselho Fiscal dentro da governança corporativa, faz-se necessário considerar que sua ausência implica uma redução no conjunto atual de direitos do acionista, em especial minoritários.

Dessa maneira, **considerando as demais variáveis constantes**, podemos argumentar que a ausência do Conselho Fiscal, da perspectiva do acionista, em especial minoritário, tende a gerar uma percepção de maior risco sobre o seu investimento, uma vez que tais companhias poderiam estar menos blindadas contra ocorrência conflitos de agência e de interesse.



Sendo assim, na ausência do Conselho Fiscal, e analisando apenas esta componente, os investidores tenderão a exigir algum retorno adicional para companhias que não contam com a possibilidade de instalação de tal dispositivo, o que tende a reduzir seu preço acionário e valor de mercado. Tal redução será proporcional a sua percepção do risco de abusos e disputas corporativas desfavoráveis.

Nota-se ainda que variações no valor de mercado das companhias afetam todos os participantes envolvidos - a B3/BSM seria afetada uma vez que seu negócio depende indiretamente do valor de mercado das companhias nela listadas, bem como da qualidade da governança corporativa das mesmas.

Não foi encontrado em literatura especializada estudos que foram bem-sucedidos em auferir a existência de algum prêmio de risco para companhias abertas que não possuem tradição de Conselho Fiscal instalado, quando comparadas com companhias que possuem o Conselho Fiscal permanente ou então possuem longa tradição de instalação do conselho (gerando expectativas de instalação futura nos acionistas). Por exemplo, ainda que Procianoy e Decourt (2014, p.173) em teoria conjecturem a lógica de prêmio de risco, os mesmos não foram capazes de mensurar empiricamente, através da métrica de fatores (“beta”), uma componente de sensibilidade do retorno das companhias à existência do Conselho Fiscal.

Outros estudos a nível internacional, buscam analisar a existência de prêmios de risco associados à mecanismos de governança corporativa, distintos do Conselho Fiscal. Nesse sentido, Khemakhem e Naciri (KHEMAKHEM, 2015) analisam uma amostra de companhias canadenses em busca de um prêmio de risco associado ao comitê de auditoria, este mandatário na jurisdição (regras similares às dos EUA). O estudo conclui (p.10) que a robustez do comitê de auditoria possui efeito negativo sobre o custo de capital próprio, ou seja, reduzindo o prêmio de risco.

Para fins deste trabalho, foi considerado complexo intentar construir ou adotar uma metodologia e incorrer exercício de identificação e mensuração de tal prêmio de risco e do custo associado à ausência do Conselho Fiscal (queda de valor de mercado das companhias). No entanto, mostra-se que sua existência teórica é reconhecida, que existem efeitos empíricos análogos evidenciados para outros mecanismos de governança e que o mesmo deve ser considerado, ao menos, numa avaliação qualitativa de custos e benefícios.

A análise das características das companhias que optaram ou não por incluir o Conselho Fiscal estatutário torna-se, então, relevante para o presente estudo, de maneira a subsidiar uma avaliação qualitativa de percepção do benefício por parte das companhias. O quadro abaixo apresenta a relação do tipo de Comitê de Auditoria existente nas companhias (caso exista)²¹³,

²¹³ Tal informação foi obtida com base nas informações do FRE ativo referente a competência de 2021, utilizando as informações da seção 7.4 do Anexo C da Resolução CVM 80. Se a companhia não informou a existência de algum membro de algum tipo de Comitê de Auditoria, a mesma foi considerada como não tendo um Comitê de Auditoria.



comparado ao seu tipo de Conselho Fiscal e faixa de receita bruta anual. A análise foi restringida às companhias Categoria A de natureza de capital privado, ativas em 2021, independente da instalação do Conselho Fiscal.

Quadro 21 – Relação Percentual e Quantidade do tipo de Comitê de Auditoria Comparado ao seu Tipo de Conselho Fiscal e Faixa de Receita Bruta Anual, posição do final de 2021

		Receita Bruta Acima de R\$ 500 Milhões	Receita Bruta Abaixo de R\$ 500 Milhões	TOTAL GERAL
Conselho Fiscal Não Estatutário	Não informou C. Aud.	22% (55)	64% (102)	38% (157)
	C. Aud. Não Estatutário	50% (125)	28% (44)	41% (169)
	C. Aud. Estatutário	9% (22)	3% (5)	7% (27%)
	C. Aud. Estatutário Instrução CVM	19% (47)	6% (9)	14% (56)
TOTAL		100% (249)	100% (160)	100% (409)
Conselho Fiscal Estatutário	Não informou C. Aud.	36% (16)	100% (5)	42% (21)
	C. Aud. Não Estatutário	29% (13)		26% (13)
	C. Aud. Estatutário	4% (2)		4% (2)
	C. Aud. Estatutário Instrução CVM	31% (14)		28% (14)
TOTAL		100% (45)	100% (5)	100% (50)
TOTAL GERAL		100% (294)	100% (165)	100% (459)

Fonte: CVM e Economatica.

Observando o quadro acima, observa-se que companhias de menor porte tendem a não formar Comitê de Auditoria, ou tendem a, em última instância, formar uma versão não estatutária do Comitê (e, conseqüentemente, menos robusta). Companhias de menor porte que possuem Conselho Fiscal estatutário, por sua vez, simplesmente abrem mão do Comitê de Auditoria, o que pode sinalizar uma baixa percepção de benefício em relação aos custos. Reforçando tal argumento, deve-se observar que, das 58 companhias de menor porte que instalaram o Comitê de Auditoria sem possuir Conselho Fiscal estatutário, 37 (63%) pertenciam ao segmento especial de listagem “Novo Mercado”, no qual a instalação do Comitê de Auditoria é obrigatória.

O quadro a seguir apresenta as quantidades de Companhias com Conselho Fiscal não estatutário, de forma semelhante a tabela acima, segregando que acionaram o Conselho Fiscal pelo menos uma vez de 2018 a 2021 daquelas que, nesse período, não acionaram o órgão.



Quadro 22 – Relação Percentual e Quantidade de Companhias da Categoria A com Conselho Fiscal Não Estatutário e tipo de Comitê de Auditoria que acionaram ou não o CF, pelo menos, uma vez de 2018 a 2021

		Faturamento Acima de R\$ 500 Milhões	Faturamento Abaixo de R\$ 500 Milhões	TOTAL GERAL
Acionou o CF pelo menos 1 vez de 2018 a 2021	Não tem C. Aud.	24% (30)	59% (20)	31% (50)
	C. Aud. Não Est	43% (54)	38% (13)	42% (67)
	C. Aud. Est	12% (15)	3% (1)	10% (16)
	C. Aud. INST CVM	21% (27)	-	17% (27)
TOTAL		100% (126)	100% (34)	100% (160)
Não Acionou o CF de 2018 a 2021	Não tem C. Aud.	20% (25)	65% (82)	43% (107)
	C. Aud. Não Est	58% (71)	25% (31)	41% (102)
	C. Aud. Est	6% (7)	3% (4)	4% (11)
	C. Aud. INST CVM	16% (20)	7% (9)	12% (29)
TOTAL		100% (123)	100% (126)	100% (249)
TOTAL GERAL		100% (249)	100% (160)	100% (409)

Fonte: CVM.

Para o caso das companhias de menor porte, é possível perceber que ocorreu um baixo nível de acionamentos do Conselho Fiscal no período: somente 21% (34 de 160). Tal fato pode ser visto como um argumento a favor da flexibilização da obrigatoriedade para o grupo em questão. Outro fato que sinaliza uma maior tendência de tomada de risco de governança para esse grupo, conforme mencionado acima, é o de que a sua maioria (65%) optou por sequer instalar Comitê de Auditoria, mesmo sem instalar o Conselho Fiscal.

No caso das companhias de maior porte, o grau de acionamento do Conselho Fiscal foi significativamente maior (51% vs 21%), ao passo que não houve distinções no padrão de uso do Comitê de Auditoria entre àquelas que instalam ou não o Conselho.

Outro ponto a ser analisado é a relação dos segmentos especiais de listagem (e governança) na B3 cruzada com o caráter de permanência do Conselho Fiscal. O quadro a seguir apresenta as quantidades e os percentuais de companhias por segmento de listagem.



Quadro 23 – Percentual e Quantidade de Companhias Privadas da Categoria A por Segmento de Listagem, ao final de 2021

	Receita Bruta Acima de R\$ 500 Milhões		Receita Bruta Abaixo de R\$ 500 Milhões		Total das Companhias Categoria A de Capital Majoritário Privado	
	Não Estatutário	Estatutário	Não Estatutário	Estatutário	Não Estatutário	Estatutário
Básico	32% (80)	27% (12)	64% (103)	80% (4)	45% (183)	32% (16)
Bovespa Mais	2% (6)	0% (0)	6% (9)	0% (0)	4% (15)	0% (0)
Nível 1 de Governança	5% (12)	24% (11)	1% (1)	20% (1)	3% (13)	24% (12)
Nível 2 de Governança	6% (14)	9% (4)	4% (6)	0% (0)	5% (20)	8% (4)
Novo Mercado	55% (137)	40% (18)	26% (41)	0% (0)	44% (178)	36% (18)
TOTAL	100% (249)	100% (45)	100% (160)	100% (5)	100% (409)	100% (50)

Fonte: B3.

Nas companhias de menor porte, observa-se uma predileção pelo uso do segmento básico, com as menores exigências de governança, ao passo que nas de maior porte, ocorre o oposto, independente do caráter de permanência do Conselho Fiscal.

Os dados, portanto, apontam por um maior apetite de risco e na direção de restrições de custo para poder investir em governança corporativa **em geral (não apenas relacionadas ao Conselho Fiscal)** para as companhias menores. As mesmas apresentam menor incidência do Conselho Fiscal estatutário, menores índices de instalação voluntária e maior concentração em níveis básicos de segmentação de governança. Por outro lado, as companhias de maior porte possuem menores restrições orçamentárias e apetite a risco, optando por investir mais em governança corporativa em geral.

O quadro apresenta um recorte parecido, porém com a variável referente a existência ou não de controlador definido²¹⁴:

²¹⁴ Tal informação foi obtida com base nas informações do FRE ativo referente a competência de 2021, utilizando as informações da seção 6.1 do Anexo C da Resolução CVM 80. Se a companhia informou a existência de ao menos um acionista como controlador, a companhia foi considerada como possuindo controlador definido.



Quadro 24 – Relação do tipo de Conselho Fiscal Comparado a Faixa de Receita Bruta Anual a Existência de Controlador definido definido, ao final de 2021

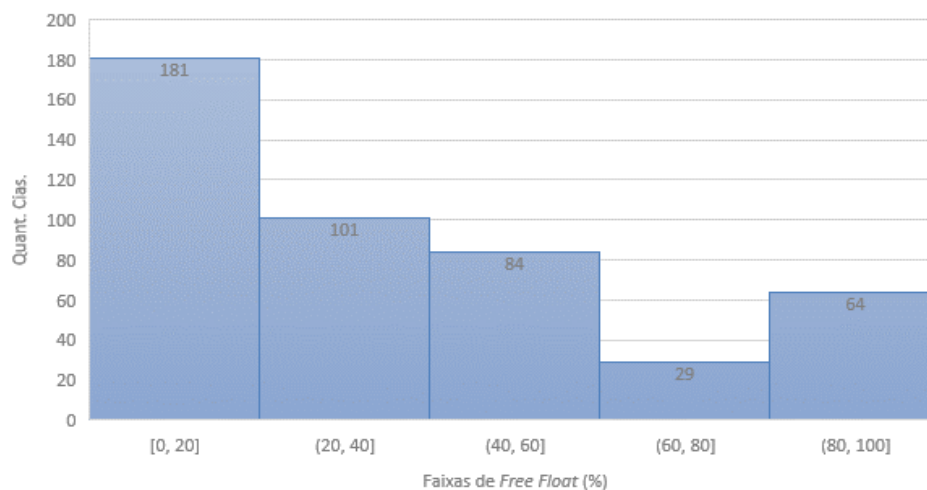
	Faturamento Acima de R\$ 500 Milhões			Faturamento Abaixo de R\$ 500 Milhões			TOTAL		TOTAL
	Controlador Não Definido	Controlador Definido	TOTAL	Controlador Não Definido	Controlador Definido	TOTAL	Controlador Não Definido	Controlador Definido	
CF Não Est.	14% (35)	86% (214)	100%(249)	22% (35)	78% (125)	100%(160)	17% (70)	83% (339)	100%(409)
CF Est.	20% (9)	80% (36)	100% (45)	-	100% (5)	100% (5)	18% (9)	82% (41)	100% (50)
TOTAL	15% (44)	85% (250)	100%(294)	21% (35)	79% (130)	100%(165)	17% (79)	83% (380)	100%(459)

Fonte: CVM.

Pode-se indagar que a inexistência de um controlador definido numa companhia poderia ser um atenuante a alguns dos conflitos de agência e interesse aos quais se sujeitam as companhias abertas, podendo mitigar a necessidade de uso do Conselho Fiscal. Na tabela acima, no entanto, é possível verificar que, no caso das companhias de maior porte, os percentuais de Conselho Fiscal estatutário ou não estatutário pouco variam caso as Companhias tenham ou não controlador definido, indo contra a eventual percepção de benefício.

O nível de ações em circulação também é um ponto relevante que deve ser levado em consideração, uma vez que demonstra o percentual de ações em poder dos não controladores. Abaixo são apresentados dois histogramas do *free-float*, onde é possível verificar uma semelhança na sua distribuição em percentis, independente do grupo de receita bruta das companhias.

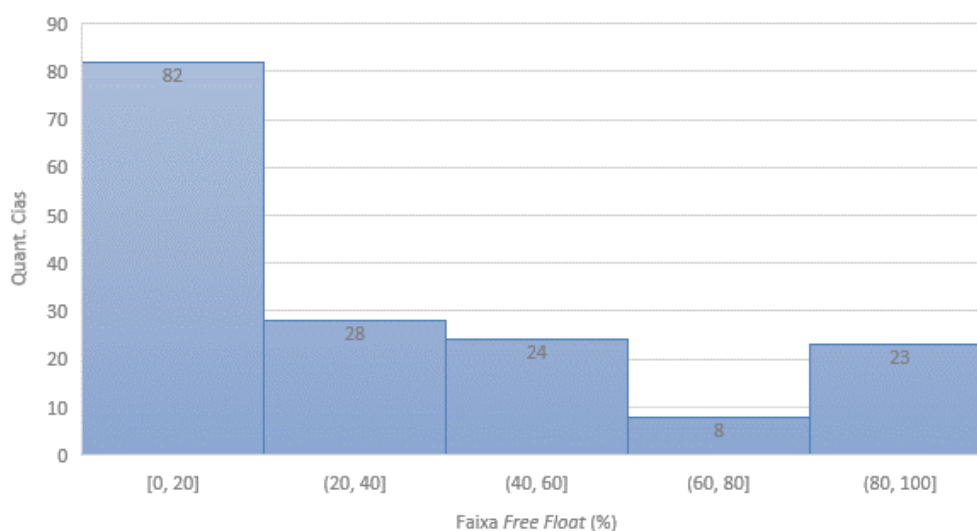
Figura 06 – Histograma do Free-Float das Companhias de Capital Majoritário Privado da Categoria A, no final de 2021



Fonte: CVM.



Figura 07 – Histograma do Free-Float das Companhias de Capital Majoritário Privado da Categoria A com Faturamento Menor que R\$ 500 MM, no final de 2021



Fonte: CVM.

O quadro abaixo apresenta o conjunto de companhias de capital majoritário privado da Categoria A que possuía *free-float* abaixo ou acima de 20% por espécie de Conselho Fiscal e tamanho da companhia.

Quadro 25 – Faixa de Free-Float por espécie de Conselho Fiscal e Tamanho da Companhia, ao final de 2021

		Receita Bruta Acima de R\$ 500 Milhões	Receita Bruta Abaixo de R\$ 500 Milhões	Total Geral
Conselho Fiscal não Est.	Free Float Maior que 20%	66% (164)	50% (80)	60% (244)
	Free Float Menor que 20%	34% (85)	50% (80)	40% (165)
TOTAL		100% (249)	100% (160)	100% (409)
Conselho Fiscal Est.	Free Float Maior que 20%	69% (31)	60% (3)	68% (34)
	Free Float Menor que 20%	31% (14)	40% (2)	32% (16)
TOTAL		100% (45)	100% (5)	100% (50)
TOTAL GERAL		100% (294)	100% (165)	100% (459)

Fonte: CVM.

No grupo de companhias de maior porte, quase não se identifica diferença no percentual de incidência de Conselho Fiscal estatutário, independentemente da faixa de *free-float*. Imaginar-se-ia que tal proporção pudesse ser maior na faixa de menor *free-float*, como uma espécie de "blindagem" de governança. Tal análise não é possível de ser replicada nas companhias de menor porte, uma vez que a amostra de companhias com Conselho Fiscal estatutário é muito pequena.



Por sua vez, o quadro abaixo apresenta o conjunto de companhias de capital majoritário privado da Categoria A com Conselho Fiscal não estatutário que possuía *free-float* abaixo ou acima de 20% para os grupos que acionaram ou não o Conselho Fiscal ou não de 2018 a 2021.

Quadro 26 – Categoria de Free-Float por tipo de acionamento do Conselho Fiscal de 2018 a 2021 e Tamanho da Companhia

		Receita Bruta Acima de R\$ 500 Milhões	Receita Bruta Abaixo de R\$ 500 Milhões	Total Geral
Acionou o Conselho Fiscal pelo menos 1 vez de 2018 a 2021	Free Float Maior que 20%	71% (90)	74% (25)	72% (115)
	Free Float Menor que 20%	29% (36)	26% (9)	28% (45)
TOTAL		100% (126)	100% (34)	100% (160)
Não acionou o Conselho Fiscal de 2018 a 2021	Free Float Maior que 20%	60% (74)	44% (55)	52% (129)
	Free Float Menor que 20%	40% (49)	56% (71)	48% (120)
TOTAL		100% (123)	100% (126)	100% (249)
TOTAL GERAL		100% (249)	100% (160)	100% (409)

Fonte: CVM, 2021

Encontrou-se um percentual de incidência de instalação de Conselho Fiscal inferior no grupo de free-float abaixo de 20% tanto para companhias de menor porte quanto para companhias de maior porte, indo contra a premissa inicial.

Ademais, deve-se considerar eventuais dificuldades para indicar candidatos e instalar o Conselho nesse grupo de free-float reduzido. Por exemplo, com base na Resolução CVM 70, moduladora do Art. 161 da LSA, o percentual de ações sem direito a voto necessário para instalar o órgão varia entre 4% a 1%, conforme maior o capital social da companhia, valores esses que tornam-se mais relevantes em companhias de baixo *free-float*.

7.2.4.2. CUSTO DE JUDICIALIZAÇÃO DE DEMANDAS QUE PODERIAM SERIAMENTE EVITADAS PELA DEVIDA ATUAÇÃO DO CONSELHO FISCAL

Existe um risco de que certas disputas corporativas sejam escaladas, com maior impacto monetário total, caso não haja intervenção ou papel de dissuasão do Conselho Fiscal, dentro de sua atuação ordinária. Para fins deste trabalho, não se considera factível a mensuração dos mesmos, muito embora os mesmos existam.



7.2.4.3. CUSTO DE RECLAMAÇÕES DE INVESTIDORES À CVM E POTENCIAIS PROCESSOS SANCIONADORES QUE PODERIAM SER EVITADOS PELA DEVIDA ATUAÇÃO DO CONSELHO FISCAL

No mesmo espírito da rubrica acima, existe um maior risco de que certos comportamentos de abuso aos minoritários venham a ocorrer na ausência do Conselho Fiscal, podendo tais eventos adentrarem a seara de competência da CVM, através de reclamações de investidores e potenciais processos sancionadores contra administradores ou controladores. Para fins deste trabalho, não se considera factível a mensuração dos mesmos, muito embora os mesmos existam.

7.2.4.4. CUSTO DE RECLAMAÇÕES DE INVESTIDORES À BSM E POTENCIAIS PROCESSOS SANCIONADORES QUE PODERIAM SER EVITADOS PELA DEVIDA ATUAÇÃO DO CONSELHO FISCAL

Custo da mesma natureza acima, porém no contexto da autorregulação exercida pela BSM.

Os quadros a seguir apresentam a classificação, descrição e a parte afetada para os possíveis custos e benefícios envolvidos em cada alternativa regulatória.



Quadro 27 – Classificação, Descrição e Parte Afetada Alternativa Regulatória 1

Resumo da Alternativa 1 (“não ação”)		Alternativa 1: manter a norma vigente (não ação), ou seja, a CVM não edita regra com base no art. 294-A da LSA (conforme alterada pela LCP 182) e mantém obrigatória a instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral para todas as companhias abertas, nos termos atuais					
A – Impactos relevantes			Participante Afetado				
Item*	Tipo	Descrição	CVM	Companhias abertas de menor porte	Investidores	B3	BSM
Custos C1	Custo de Compliance - Custo direto do Conselho Fiscal	Trata-se do custo direto mensurado de instalação e operação do Conselho Fiscal pela companhia, caso exigido por estatuto ou pelos acionistas em assembleia geral.		x	x		
Custos C2	Custo de Compliance - Custos de atendimento do Conselho de Administração e diretoria às demandas do Conselho Fiscal	Referente as horas de trabalho do restante da administração (Conselho de Administração e diretoria) para atendimento das demandas do Conselho Fiscal, não mensuráveis.		x	x		
Benefícios B1	Benefício – redução de custo de capital das companhias de menor porte refletindo teórica elevação da qualidade de governança corporativa devido à presença do Conselho Fiscal	Elevação no valor de mercado das companhias de menor porte devido a um custo de capital próprio menor, não mensurada.		x	x	x	x
Benefícios B2	Benefício - redução de judicialização de demandas que seriam evitadas pela devida atuação do Conselho Fiscal	Redução na judicialização de demandas que seriam evitadas pela devida atuação do Conselho Fiscal, não mensurada.		x	x		
Benefícios B3	Benefício – redução nas reclamações de investidores à CVM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal	Redução nas reclamações de investidores à CVM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal, não mensurada.	x	x	x		
Benefícios B4	Benefício – redução nas reclamações de investidores à BSM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal	Redução nas reclamações de investidores à BSM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal, não mensurada.		x	x	x	x
B- Estimativa dos Impactos							
Custos Mensuráveis: Custo médio anual de R\$ 0,250 Milhões. Valor presente (perpetuidade) dos Custos do Conselho Fiscal de R\$ 25 milhões (25 Cias. com WACC 10%) a R\$ 62.56 milhões (25 Cias. com WACC a 10%) para o Mercado como um todo dependendo do risco da Companhia (taxa de desconto WACC). Os benefícios e demais custos não são mensuráveis.							

Fonte: Elaborado pelos autores



Quadro 28 – Classificação, Descrição e Parte Afetada Alternativa Regulatória 2

Resumo da Alternativa 2		Alternativa 2: Criar ou alterar Resolução CVM com base na permissão conferida pelo art. 294-A da LSA (conforme alterada pela LCP 182) e dispensar a obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral para todas as companhias abertas elegíveis conforme o art. 294-B, ou seja, com receita bruta anual abaixo de R\$ 500 milhões.					
A – Impactos relevantes			Participante Afetado				
Item*	Tipo	Descrição	CVM	Companhias abertas de menor porte	Investidores	B3	BSM
Custos C1	Custo de Compliance - custos de alteração normativa	Tal rubrica consiste nos custos administrativos do regulador, para movimentar seus colaboradores e outros insumos num esforço de alteração normativa, caso necessário, não mensurado.	x				
Custos C2	Custo Indireto – elevação de custo de capital das companhias de menor porte refletindo teórica queda da qualidade de governança corporativa devido à ausência do Conselho Fiscal	Queda no valor de mercado das companhias de menor porte devido a um custo de capital próprio maior, não mensurada.		x	x	x	x
Custos C3	Custo Indireto - elevação de judicialização de demandas que poderiam ser evitadas pela devida atuação do Conselho Fiscal	Elevação na judicialização de demandas que poderiam ser evitadas pela devida atuação do Conselho Fiscal, não mensurada.		x	x		
Custos C4	Custo Indireto - elevação nas reclamações de investidores à CVM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal	Elevação nas reclamações de investidores à CVM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal, não mensurada.	x	x	x		
Custos C5	Custo Indireto - elevação nas reclamações de investidores à BSM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal	Elevação nas reclamações de investidores à BSM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal, não mensurada.		x	x	x	x
Benefícios B1	Benefício – Redução no custo direto do Conselho Fiscal	Trata-se do custo direto mensurado de instalação e operação do Conselho Fiscal pela companhia, caso exigido por estatuto ou pelos acionistas em assembleia geral.		x	x		
Benefícios B2	Benefício – Redução nos custos de atendimento do Conselho de Administração e diretoria às demandas do Conselho Fiscal	Referente as horas de trabalho do restante da administração (Conselho de Administração e diretoria) para atendimento das demandas do Conselho Fiscal, não mensuráveis.		x	x		

B- Estimativa dos Impactos

Benefício Direto de retirada do Conselho Fiscal - Valor presente (perpetuidade) dos Custos do Conselho Fiscal de R\$ 25 milhões (25 Cias. com WACC 10%) a R\$ 62.56 milhões (25 Cias. com WACC a 10%) para o Mercado como um todo dependendo do risco da Companhia (taxa de desconto WACC). Os benefícios e demais custos não são mensuráveis.



Quadro 29 – Classificação, Descrição e Parte Afetada Alternativa Regulatória 3

Resumo da Alternativa 3		Alternativa 3: Criar ou alterar Resolução CVM com base na permissão conferida pelo base no art. 294-A da LSA 76 (conforme alterada pela LCP 182) e modular a obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral para todas as companhias abertas elegíveis conforme o art. 294-B, dispensando-a mediante a possibilidade expressa de eleição por parte da minoria de um dos integrantes do Conselho de Administração da companhia aberta, conselheiro esse que pode ser o conselheiro independente já exigido pelo art. 140 da LSA e regulamentado pela CVM via Resolução CVM 168 (alteradora da Resolução CVM 80)					
A – Impactos relevantes			Participante Afetado				
Item*	Tipo	Descrição	CVM	Companhias abertas de menor porte	Investidores	B3	BSM
Custos C1	Custo de Compliance - custos de alteração normativa	Tal rubrica consiste nos custos administrativos do regulador, para movimentar seus colaboradores e outros insumos num esforço de alteração normativa, caso necessário, não mensurado.	x				
Custos C2	Custo Indireto – elevação de custo de capital das companhias de menor porte refletindo teórica queda da qualidade de governança corporativa devido à ausência do Conselho Fiscal	Queda no valor de mercado das companhias de menor porte devido a um custo de capital próprio maior, não mensurada.		x	x	x	x
Custos C3	Custo Indireto - elevação de judicialização de demandas que poderiam ser evitadas pela devida atuação do Conselho Fiscal	Elevação na judicialização de demandas que poderiam ser evitadas pela devida atuação do Conselho Fiscal, não mensurada.		x	x		
Custos C4	Custo Indireto - elevação nas reclamações de investidores à CVM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal	Elevação nas reclamações de investidores à CVM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal, não mensurada.	x	x	x		
Custos C5	Custo Indireto - elevação nas reclamações de investidores à BSM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal	Elevação nas reclamações de investidores à BSM e potenciais processos sancionadores que poderiam ser evitados pela devida atuação do Conselho Fiscal, não mensurada.		x	x	x	x
Benefícios B1	Benefício – Redução no custo direto do Conselho Fiscal	Trata-se do custo direto mensurado de instalação e operação do Conselho Fiscal pela companhia, caso exigido por estatuto ou pelos acionistas em assembleia geral.		x	x		
Benefícios B2	Benefício – Redução nos custos de atendimento do Conselho de Administração e diretoria às demandas do Conselho Fiscal	Referente as horas de trabalho do restante da administração (Conselho de Administração e diretoria) para atendimento das demandas do Conselho Fiscal, não mensuráveis.		x	x		
B- Estimativa dos Impactos							
Benefício Direto de retirada do Conselho Fiscal - Valor presente (perpetuidade) dos Custos do Conselho Fiscal de R\$ 25 milhões (25 Cias. com WACC 10%) a R\$ 62.56 milhões (25 Cias. com WACC a 10%) para o Mercado como um todo dependendo do risco da Companhia (taxa de desconto WACC). Os benefícios e demais custos não são mensuráveis.							

Fonte: Elaborado pelos autores



8. COMPARAÇÃO DAS ALTERNATIVAS CONSIDERADAS PARA A RESOLUÇÃO DO PROBLEMA REGULATÓRIO

Considerando os fatores limitadores mencionados, faz-se necessário comparar as alternativas regulatórias, ainda que não seja possível mensurar (monetariamente ou quantitativamente) todas as rubricas de custos e benefícios.

A partir de tal propósito, uma abordagem possível é relativizar os custos mensuráveis em relação a outros custos de observância incorridos pela companhia, de maneira a verificar seu fardo comparativo. Em conjunto, é possível avaliar qualitativamente os benefícios trazidos pelas alternativas ao verificar dados quantitativos acerca da disposição de uso conjunto dos mecanismos de governança corporativa analisados nesta AIR.

Um estudo mais antigo (EID, 2012) buscou mensurar os custos de observância para manter uma companhia aberta no Brasil. O valor médio ali mencionado seria da ordem de 0,26% da receita bruta anual de uma companhia aberta, sem distinção de grupos de receita. O quadro abaixo demonstra as naturezas de despesas consideradas:

Quadro 30 – Custos de Observância para Companhias Abertas

Descrição do Custo	Percentual da Receita Anual Bruta
Auditoria Externa	0,0673%
Publicações	0,0296%
Relações com Investidores	0,1216%
Anuidades	0,0070%
Outros	0,0342%
TOTAL	0,2597%

Fonte: EID, 2012, p.06

Tendo consciência que tais números são defasados e contam com critérios próprios, torna-se imperioso introduzir dados proprietários da CVM relativos ao Projeto Estratégico “Custos de Observância”, conduzido entre 2017 e 2020²¹⁵. Tal projeto mapeou, através de uma consultoria junto a uma amostra de regulados, custos de observância de processos existentes decorrentes de regulamentações da CVM. Tais custos não incluem processos exigidos pela LSA, tais como existência e eventual instalação do Conselho Fiscal, uma vez que questões legais não encontravam-se no escopo do projeto.

²¹⁵ <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/custo-de-observancia>



Ainda assim, vale a pena comparar os valores de custo do Conselho Fiscal com os custos de observância mapeados em tal projeto, como forma de compreensão da ordem de grandeza. O quadro abaixo informa o custo de observância anual por companhia, segregada em menor porte e maior porte, conforme mapeada por tal projeto, trazida a valores de dezembro de 2021²¹⁶.

Quadro 31 – Custo de Observância anual por companhia, em relação a algumas rubricas contábeis.

	Companhias da Categoria A em que o Conselho Fiscal foi instalado ao menos uma vez de 2018 a 2021	
	Receita bruta anual acima de R\$ 500 Milhões	Receita bruta anual bruto menor ou igual a R\$ 500 Milhões
Receita Bruta Média (R\$ MM)	20.894	161
SG&A Médio (R\$ MM)	1.200	53
Custo Médio Conselho Fiscal (R\$ MM)	0,477	0,250
Custo Médio Custos de Observância - ITR (R\$ MM)	2,387	0,678
Custo Médio Custos de Observância – Demais Processos (R\$ MM)	0,882	0,291
Custo Médio Custos de Observância – Total (R\$ MM)	3,27	0,968
% Médio Conselho Fiscal / Receita Bruta	0,002%	0,15%
% Médio Conselho Fiscal / SG&A	0,04%	0,47%
Custo Médio Custos de Observância – Demais Processos / Receita Bruta	0.004%	0.18%
Custo Médio Custos de Observância – Demais Processos / SG&A	0.07%	0.55%

Fonte: CVM, Economática.

Excluindo a obrigação de disponibilização do ITR, a qual consiste em um *outlier*, todos os demais processos mapeados ensejam custo de observância regulatório anual da ordem de R\$ 291 mil para uma companhia de menor porte e de R\$ 882 mil para uma companhia de maior porte. Para uma companhia de menor porte, tal valor é próximo ao custo anual do Conselho Fiscal, o que demonstra que o último **pode ser considerado alto dentro da perspectiva dos custos totais de observância das companhias de menor porte**. Tal constatação, **per se**, gera argumento contrário a Alternativa Regulatória 1, de manutenção do status-quo.

Conforme exposição na subseção 4.2.4.1, do Capítulo 4, verificou-se uma baixa incidência de Conselhos Fiscais estatutários no segmento de companhias de menor porte, em relação ao segmento de maior

²¹⁶ Ressalva-se que a amostragem do projeto não considerou o mesmo critério de receita bruta anual inferior a R\$ 500 milhões para definir uma “companhia de menor porte”. Os valores originais foram corrigidos em 15.3%, de maneira a corresponder pelo IPCA acumulado de 01/2020 a 12/2021.



porte. Em conjunto, o segmento de menor porte também tende a possuir menor incidência de formação de Comitê de Auditoria e listagem em segmentos especiais de governança, o que poderia “sinalizar” um menor apetite desse grupo para estruturas de governança mais robustas e caras em relação ao seu benefício, indo igualmente em contramão à Alternativa 1.

Ademais, pesa contra a Alternativa Regulatória 1 o fato de que quase nenhuma outra jurisdição adota um modelo de Conselho Fiscal semelhante ao brasileiro. Apesar do argumento de que mecanismos de governança corporativa tendem a ser únicos e dependentes de questões culturais e de tradição jurídica das jurisdições, verificou-se no Capítulo 4 que, até mesmo outros países optantes do modelo “dualista” - como o Brasil - conseguem compor seus mecanismos de governança corporativa sem este órgão.

Entretanto, a favor da Alternativa 1 encontra-se o conjunto de evidências indiretas (teóricas e empíricas) analisadas via revisão bibliográfica, além de um interesse cada vez maior dos minoritários em indicação de membros ao Conselho Fiscal, um indicativo de percepção de benefícios por parte dos investidores. Como os objetivos regulatórios almejados (conforme capítulo 2.5) não são unilaterais com relação à redução de custos de observância das companhias, esses pontos mantêm relevância.

As Alternativas 2 e 3, por sua vez, não consistem em impeditivos plenos para as companhias elegíveis a instalarem um Conselho Fiscal, caso julguem que os benefícios superam os custos. A hipótese de Conselho Fiscal estatutário (permanente) não é descartada em ambas, uma vez que a LCP 182 interfere apenas na obrigatoriedade de instalação frente requerimento da Assembleia Geral.

A Alternativa 3 pode ser considerada ainda mais flexível que a Alternativa 2, pois confere às companhias e aos investidores o poder de escolha entre duas estruturas, conforme sua visão particular de custo-benefício. A primeira estrutura é a manutenção do *status quo*. A segunda estrutura confere maior poder aos acionistas dentro do Conselho de Administração em troca de redução de custos de observância, uma vez que, nesse cenário, o Conselho Fiscal não tenderia a ser instalado, exceto se for estatutário.

Acrescenta-se que a Alternativa 3 não impõe custos adicionais à companhia, uma vez que a LSA, através do art. 140, já reduziu poderes dos controladores ao exigir um membro independente no Conselho de Administração, o qual pode ser utilizado para reduzir os custos associados ao Conselho Fiscal. Ou seja, a Alternativa 3 permite redução líquida de custos de observância pelas companhias, em troca apenas de uma redução parcial de benefícios potenciais aos acionistas e investidores, redução essa menor do que a proposta pela Alternativa 2 – isso porque o Conselho Fiscal possui foco e mandato de fiscalização ainda mais amplo e genérico do que o Conselho de Administração, o último muito envolvido em grandes decisões e diretrizes societárias.



Quadro 32 – Recomendação Regulatória

ALTERNATIVAS	Alternativa 1 - Manter a norma vigente (não ação), ou seja, a CVM não edita regra e mantém obrigatória a instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral para todas as companhias abertas independente de sua receita bruta.	Alternativa 2 - Dispensar a obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral para todas as companhias abertas elegíveis (receita bruta anual abaixo de R\$ 500 milhões).	Alternativa 3 - Modular a obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral para todas as companhias abertas elegíveis, mediante a possibilidade expressa de eleição por parte da minoria de um dos integrantes do Conselho de Administração.
RECOMENDAÇÃO			X
RESUMO	Alternativa mantém os benefícios de qualidade de governança e representatividade dos acionistas minoritários em detrimento a custos regulatórios diretos e indiretos do Conselho Fiscal.	Fim da obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral gerando redução de custos de observância e, possivelmente, diminuição da qualidade de governança e representatividade dos minoritários.	Fim da obrigatoriedade de instalação do Conselho Fiscal via assembleia geral gerando redução de custos de observância e, possivelmente, queda na qualidade de governança, porém com manutenção da representatividade dos minoritários por meio do Conselho de Administração.
METODOLOGIA	Análise de custo-benefício (qualitativa)		
AVALIAÇÃO	A recomendação foi feita partindo do princípio de que os benefícios de representatividade dos acionistas minoritários face aos controladores seriam parcialmente mantidos e que a redução dos benefícios de governança deverá ser menor do que os custos do Conselho Fiscal a serem reduzidos. Corroboram para essa escolha: (i) o elevado peso do Conselho Fiscal no mix de custos regulatórios para companhias de Pequeno e Médio Porte; (ii) a não existência de Conselho Fiscal conforme o modelo Brasileiro em outras jurisdições relevantes; (iii) o aparente menor “apetite” de órgãos de governança sofisticados para companhias nesse segmento; a (iv) possibilidade de manutenção do órgão estatutário caso seja desejado; e (v) manutenção de alguma instância de representatividade aos minoritários na companhia. O número de processos sancionadores e reclamações às companhias deve ser monitorado após a implementação numa eventual avaliação de resultado regulatório (ver seção seguinte).		

Fonte: Elaborado pelos autores



9. DESCRIÇÃO DA ESTRATÉGIA PARA IMPLEMENTAÇÃO DA ALTERNATIVA SUGERIDA E FORMAS DE AVALIAÇÃO E MONITORAMENTO A SEREM ADOTADAS

Entendemos que a implementação da Alternativa 3 ocorreria através de uma nova Resolução CVM, conforme exigido pelo art. 294-A da LSA. Isto se dará através do processo normativo ordinário da CVM, regido pela Resolução CVM 67. Nesse sentido, as seguintes etapas devem ser percorridas: (i) edição interna de proposta de minuta normativa; (ii) consulta pública da minuta normativa; (iii) edição de versão final do normativo, pós consulta pública.

Do lado das companhias abertas, caso desejem usufruir da modulação proposta, as mesmas teriam como incumbência fornecer a opção de voto exclusivo aos minoritários para uma cadeira do Conselho de Administração, utilizando os mecanismos já existentes para participação dos acionistas (como o Boletim de Voto a Distância, regulamentado pela Resolução CVM 81). Nesse sentido, pode ser necessária alguma alteração pontual de tal Resolução, apenas para facilitar a operacionalização da Alternativa regulatória recomendada. Pode ainda ser necessária uma alteração pontual da Resolução CVM 80, no que tange a comunicação da companhia aberta ao mercado referente à sua escolha de uso das novas prerrogativas.

Existe a necessidade de monitorar a **efetividade** da Alternativa regulatória recomendada, ou seja, se os objetivos e benefícios associados à alternativa regulatória estão sendo alcançados. Nesse sentido, é necessário verificar, de acordo com os objetivos regulatórios propostos, se os custos de observância às companhias de menor porte foram reduzidos, enquanto mantém-se níveis adequados de proteção ao investidor.

Para tanto, sugere-se o monitoramento de dois indicadores, de caráter anual:

Indicador 1: Número de companhias que usufruíram da modulação proposta pela Alternativa 3 ÷ Número de companhias aptas a usufruir a modulação proposta pela Alternativa 3

Tal indicador buscaria auferir a percepção de custo-benefício da Alternativa 3, ao menos do ponto de vista das companhias, que podem escolher entre o Conselho Fiscal (não estatutário) ou ceder uma cadeira no Conselho de Administração aos minoritários. Se a série histórica mostrar elevação, isto significa que a modulação proposta pela Alternativa 3 faz sentido, da perspectiva das companhias.

Indicador 2: [(Número de processos associados a reclamações ou denúncias de investidores para companhias que usufruíram da modulação proposta pela Alternativa 3 + Número de ofícios de alerta + processos sancionadores abertos para companhias que usufruíram da modulação proposta pela Alternativa 3) ÷ (Número de companhias que usufruíram da modulação proposta pela Alternativa 3)] ÷ [(Número de processos associados a reclamações ou denúncias de investidores para companhias aptas,



porém que não usufruíram da modulação proposta pela Alternativa 3 + Número de ofícios de alerta + processos sancionadores abertos para companhias aptas, porém que não usufruíram da modulação proposta pela Alternativa 3) ÷ (Número de companhias para companhias aptas, porém que não usufruíram da modulação proposta pela Alternativa 3)]

Tal indicador buscaria auferir a percepção de custos indiretos da Alternativa 3, buscando analisar, ainda que de forma derivada, uma eventual piora no perfil de risco das companhias de menor parte que usufruíram da modulação proposta pela Alternativa 3, em relação às companhias aptas, porém que não usufruíram da modulação proposta pela Alternativa 3. Tal indicador capta indiretamente a percepção dos investidores, através do risco realizado. Poderia haver inclusive alguma forma de “score” dos componentes, de maneira a diferenciar situações consideradas mais graves.



10. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMEK, M; **Abuso de Minoria em Direito Societário**, Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo (USP), 2010.

ALEMANHA. Commercial Code. **Handelsgesetzbuch – Hgb**. Berlim, Disponível em: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_hgb/index.html. Acesso em: 22 out. 2022.

ALEMANHA. **Stock Corporation Act** of 6 September 1965 (Federal Law Gazette I, p. 1089), as last amended by Article 7 of the Act of 7 August 2021 (Federal Law Gazette I p. 3311). Aktiengesetz – Aktg. Disponível em: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html. Acesso em: 22 out. 2022.

ALMEIDA, Cesar de Alencar Leme de. **A Atuação dos Comitês de Auditoria e Conselhos Fiscais nas Empresas Brasileiras Sujeitas à Regulamentação da SEC - Securities and Exchange Commission dos Estados Unidos da América**. 2008. 110 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciência Contábeis, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <https://sapientia.pucsp.br/bitstream/handle/1697/1/Cesar%20de%20Alencar%20Leme%20de%20Almeida.pdf>. Acesso em: 20 dez. 2022.

B3 (Brasil). **Segmentos de Listagem: novo mercado**. Novo Mercado. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 20 out. 2022.

BAIOCO, V. G.; ALMEIDA, J. E. F. Effects of the audit committee and the fiscal council on earnings quality in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 28, n. 74. p. 229–248, mai./ago., 2017.

BOHDANOWICZ, Michel. **Commissaire Aux Apports et Aux Comptes**: paris. Paris. 2015. Disponível em: <https://commissairesauxcomptes.paris/>. Acesso em: 26 out. 2022.

BORBA, Mariane Alves de; SANTOS, Mayara Diana dos. **A Influência das Características do Conselho de Administração: comitê de auditoria e conselho fiscal no audit delay**. 2018. 109 f. TCC (Graduação) - Curso de Ciências Contábeis, Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Tecnológica Federal do Paraná, Pato Branco, 2018.

BORTOLON, Patricia Maria; SILVA, Layziane Souza; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Ativismo e Solicitação de Instalação do Conselho Fiscal: influência do monitoramento, desempenho e estrutura de propriedade. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 22, n. 2, p. 261-279, 31 ago. 2019. Revista Contabilidade Gestao e Governanca. https://revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/1902/pdf_1.

BRASIL. **Lei nº 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 07 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm. Acesso em: 20 dez. 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 5 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em: 20 dez. 2022.

BRASIL, **Lei nº 9.457**, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas. Disponível em www.planalto.gov.br. Acesso em: 22 de abr. 2022.



BRASIL. **Lei nº 13.303**, de 30 de junho de 2016. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Brasília, Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm. Acesso em: 20 dez. 2022.

BRASIL. **Lei Complementar nº 182**, de 01 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Brasília, Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp182.htm. Acesso em: 21 dez. 2022.

BRASIL. **Lei Complementar nº 123**, de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp123.htm. Acesso em: 21 dez. 2022.

CARVALHO, Beatriz Pereira de. **Conselho Fiscal e Suavização de Resultados Contábeis nas Maiores Empresas Listadas na B3**. 21 f. TCC (Graduação) - Curso de Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2018. Disponível em: <https://repositorio.ufc.br/handle/riufc/34641>. Acesso em: 09 jan. 2023.

CARVALHO, Beatriz Pereira de; et al. O Conselho Fiscal e a Remuneração do Conselho de Administração nas Empresas Listadas na BM&BOVESPA. **Revista Encontros Universitários da UFC**, Fortaleza, v.1, n. 1, 2016. (Encontro de Programas de Educação Tutorial, 3).

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução Normativa nº 23** de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol023.html>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução nº 70**, de 22 de março de 2022. Fixa escala reduzindo, em função do capital social, o percentual mínimo de participação acionária necessário ao exercício de direitos previstos na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e revoga as Instruções CVM nº 165, de 11 de dezembro de 1991, nº 282, de 26 de junho de 1998, nº 324, de 19 de janeiro de 2000, e nº 627, de 22 de junho de 2020. Resolução CVM. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol070.html>. Acesso em: 20 dez. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução nº 80**, de 29 de março de 2022. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Resolução CVM. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 20 dez. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução nº 81**, de 29 de março de 2022. Dispõe sobre assembleias de acionistas, debenturistas e de titulares de notas promissórias e notas comerciais. Resolução CVM. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol081.html>. Acesso em: 20 dez. 2022.



DAS, Prithvijoy. Were the UK Corporate Governance Committees a Success. **SSRN Electronic Journal**, [S.L.], 16 maio 2019. Elsevier BV. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3373173>. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3373173. Acesso em: 22 out. 2022.

ESTADOS UNIDOS. Public Law nº 107-204, de 30 de julho de 2002. To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes. **Sarbanes-Oxley Act**: Corporate responsibility. Washington, D.C., Disponível em: https://pcaobus.org/About/History/Documents/PDFs/Sarbanes_Oxley_Act_of_2002.pdf. Acesso em: 22 out. 2022.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL (Reino Unido). **UK Corporate Governance Code**. Londres: Frc, 2021. Disponível em: <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code>. Acesso em: 22 out. 2022.

FIORINI, Filipe Antônio; JUNIOR, Nelson Alonso; ALONSO, Vera Lucia Chaves. Governança corporativa: conceitos e aplicações. **XIII SEGeT-Simpósio de excelência em gestão e tecnologia**, 2016.

FRANÇA. **Code de Commerce**. Paris, 1807. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/section_lc/LEGITEXT000005634379/LEGISCTA000006146046/#LEGISCTA000006146046. Acesso em: 25 out. 2022.

FRANÇA. De sécurité financière. **Loi nº 2003-706**. Paris, 01 de agosto de 2003. Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000000428977/2021-01-20/>. Acesso em: 26 out. 2022.

FURUTA, Fernanda; SANTOS, Arioaldo dos. Comitê de Auditoria versus Conselho Fiscal Adaptado: a visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 21, n. 53, p. 1-23, ago. 2010. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s1519-70772010000200005>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/YJhWRBXRpKYnqRGwprYCjxR/>. Acesso em: 22 out. 2022.

GANDINI, Giuseppina; ASTORI, Riccardo; CASSANO, Raffaella. Structures of Corporate Governance in Italy and Comparison at European Level. **International Review Of Business Research Papers**, [s. l], v. 5, n. 1, p. 441-453, 2009. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/255577582_Structures_of_Corporate_Governance_in_Italy_and_Comparison_at_European_Level/citation/download. Acesso em: 22 out. 2022.

GEOFFREY, A. JEHLE PHILIP J. RENY, **Advanced Microeconomic Theory**, 3rd ed, pg. 379, Pearson, 2011.

GIRAUDON, Marine. Conseil d'administration ou conseil de surveillance: quel mode de gouvernance choisir?. **Monjuridiqueinfogrette**, Paris, 03 dez. 2020. Disponível em: <https://monjuridique.infogrette.fr/blog/conseil-dadministration-ou-conseil-de-surveillance-quel-mode-de-gouvernance-choisir>. Acesso em: 26 out. 2022.

GT INTERAGENTES. IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (org.). **Código Brasileiro de Governança Corporativa**: Companhias Abertas. São Paulo, 2016. 64 p., p. 84 (IBGC Segmentos). Disponível em: https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21148/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf. Acesso em: 09 jan. 2022.



IBEF-SP (São Paulo). **Conselho Fiscal**: fator de governança corporativa. fator de governança corporativa. 2010. O presente artigo foi publicado de forma condensada no jornal Valor Econômico de 18/01/10 sob o título Acionista redescobre relevância do conselho fiscal. Disponível em: <https://ibefsp.com.br/conselho-fiscal-fator-de-governanca-corporativa/>. Acesso em: 20 dez. 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. P. 79.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Guia de Orientação para o Conselho Fiscal**. 3. ed. São Paulo: IBCG, 2018. 56 p. (Cadernos de Governança Corporativa 1). Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/24005/Publicacao-IBGCorienta-CG1ConselhoFiscal.pdf>. Acesso em: 09 jan. 2023.

ITÁLIA. **Codice di Corporate Governance**. 01 de janeiro de 2020. Disponível em: https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/2020code_eng.pdf. Acesso em: 22 out. 2022.

JENSEN, M; MECKLING, W. **Teoria da Firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade**. *Revista de Administração de Empresa*– RAE/FGV, Clássicos, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.

KHEMAKHEM, H; NACIRI, A; **Do Board and Audit Committee Characteristics Affect Firm's Cost of Equity Capital?** *Journal of Business and Management* Volume 4, 2015, 01-18.

KPMG, **A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais**, 16ª edição, KPMG, 2021.

LEJEUNE, Gérard; EMMERICH, Jean-Pierre. **Réglementation professionnelle et déontologie de l'expert-comptable et du commissaire aux comptes**. 4. ed. Paris: Gualino, 2016. (Les carrés DEC).

MARTINS, O. S.; **Information Asymmetry in Stock Trading, Economic and Financial Characteristics and Corporate Governance in the Brazilian Stock Market**, *Revista de Contabilidade e Finanças*, USP, São Paulo v.25 n.64 pg.37, abr 2014.

MÉXICO. Constituição (1934). Que en uso de las facultades extraordinarias que me confiere el Decreto expedido por el Congreso de la Unión, con fecha 28 de diciembre de 1933, para expedir un nuevo Código de Comercio y las leyes especiales en materia de comercio y de derecho procesal mercantil, he tenido a bien expedir la siguiente. **Ley General de Sociedades Mercantiles**. Ciudad de México, 04 ago. 1934. [Artículo 164-171] Disponível em: <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LGSM.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022.

MELIS, Andrea. Corporate Governance in Italy. **Corporate Governance**, [S.L.], v. 8, n. 4, p. 347-355, 16 dez. 2002. Wiley. <http://dx.doi.org/10.1111/1467-8683.00213>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-8683.00213>. Acesso em: 22 out. 2022.

NUNES, Pedro Caetano. **Os Modelos de Governo das Sociedade Anónimas**: os poderes-deveres dos non-executive directors. In: ALMEDINA (org.). IV Congresso Direito das Sociedades: em revista. Lisboa: Edições Almedina, 2016. p. 51-77. (Congressos). Disponível em: <https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/pcn-modelos-de-governo.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022.



NYSE LISTED COMPANY MANUAL. **Rule nº 303A.06**, de 25 de novembro de 2009. Listed companies must have an audit committee that satisfies the requirements of Rule 10A-3 under the Exchange Act. Audit Committee. New York, NY, Disponível em: <https://nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manual/09013e2c85c0074a/docTitle>. Acesso em: 20 dez. 2022.

NYSE LISTED COMPANY MANUAL. **Rule nº 303A.07**, de 25 de novembro de 2009. Audit Committee: Additional Requirements. New York, NY, Disponível em: <https://nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manual/09013e2c85c0074b/docTitle>. Acesso em: 20 dez. 2022.

OECD (2021), **OECD Corporate Governance Factbook 2021**, Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Corporate-Governance-Factbook.pdf>.

OLIVEIRA, Marcelle Colares; LINHARES, Juliana Silva. A implantação de Controle Interno Adequado às Exigências da Lei Sarbanes-Oxley em Empresas Brasileiras: um estudo de caso. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da Unisinos**, São Leopoldo, v. 4, n. 2, p. 160-170, 29 nov. 2007. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=337228632007>. Acesso em: 22 out. 2022.

PROCIANOY, J; **The Brazilian fiscal council — protecting minority shareholders in a weak legal system**, Fundação Dom Cabral, MG, 2014.

PONTES, Evandro Fernandes de. **O Conselho Fiscal nas Companhias Abertas Brasileiras**. 2009. 250 f. p. 106. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito Comercial, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

PORTUGAL. Decreto-Lei nº 262/86, de 02 de setembro de 1986. Código das Sociedades Comerciais. Disponível em: https://www.igf.gov.pt/leggeraldocs/DL_262_86_COD_SOC_COMERCIAIS_PARTE_1.htm. Acesso:

RAMOS, Gizele Martins; MARTINEZ, Antonio Lopo. Governança Corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 3, n. 6, p. 143-164, 01 jul. 2006. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=76200609>. Acesso em: 22 out. 2022.

REINO UNIDO. **Financial Aspects Of Corporate Governance de 1º de dezembro de 1992**: The Cadbury Report. Londres, Disponível em: <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/library/subjects/corporate-governance/financial-aspects-of-corporate-governance.ashx?la=en>. Acesso em: 22 out. 2022.

REINO UNIDO. **UK Corporate Governance Code**. Londres, jul. 2018. Disponível em: <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf>. Acesso em: 30 nov. 2022.

RIJA, Maurizio; RUBINO, Franco Ernesto. The Internal Control Systems Integrated into the Various Profiles of Governance, Audit, Risk and Compliance. **International Journal Of Business And Management**, [S.L.], v. 13, n. 5, p. 21, 29 mar. 2018. Canadian Center of Science and Education. <http://dx.doi.org/10.5539/ijbm.v13n5p21>. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/219d/d9cc9593e9cd49075eee3f9c867f3ee3f2e2.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022.

SOLÉ, A; **A lógica dos conflitos de agência: entenda o confronto entre o Grupo Odebrecht e o Grupo Gradin**, 13 de março de 2011. Disponível em: <https://governancaja.com.br/entendendo-conceitualmente-o-conflito-entre-o-grupo-odebrecht-e-o-grupo-gradin-a-logica-dos-conflitos-de-agencia/>.



SCHLAEPPI, Yvonne E.; MARQUARDT, Michael T.. **The German Supervisory Board**: a practical introduction for us public company directors. 2021. Disponível em: <https://www.deloitte.com/global/en/services/risk-advisory/research/the-german-supervisory-board-a-practical-introduction-for-us-public-company-directors.html>.

SEC (EUA). Release 33-8220, Note 160. Final Rule: **Standards Relating to Listed Company Audit Committees: Rel. No. 33-8220** (sec.gov).

SEC (EUA). Release 33-8220, Section 3, a, vi. Final Rule: **Standards Relating to Listed Company Audit Committees: Rel. No. 33-8220** (sec.gov).

SILVA, Laysiane Souza. **Uma análise sobre o Conselho Fiscal**: Ativismo e monitoramento nas empresas de capital aberto no Brasil. 2017, nº f. 74. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2017.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 401.

TINOCO, João Eduardo Prudêncio; ESCUDER, Sergio Antonio Loureiro; YOSHITAKE, Mariano. O conselho fiscal e a governança corporativa: transparência e gestão de conflitos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 8, n. 16, p. 175-201, 01 jun. 2011. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/762/76222308009.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2023.

TRAPP, Adriana Cristina Garcia. **A Relação do Conselho Fiscal como Componente de Controle no Gerenciamento de Resultados Contábeis**. 2009, nº f. 141. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Curso de Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

