

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL

EMPRESA BRASILEIRA, FUNDADA EM 20 DE NOVEMBRO DE 2001

RUA SANTO AMARO, 316 - CEP 01315-000

VENDAS: FONE (11) 3101-5780

EMAIL: quartierlatin@quartierlatin.art.br

SITE: www.quartierlatin.art.br

NELSON EIZIRIK

**A LEI DAS S/A
COMENTADA**

VOLUME III

ARTS. 138 A 205

2ª EDIÇÃO

REVISTA E AMPLIADA

Editora Quartier Latin do Brasil
São Paulo, 2015
quartierlatin@quartierlatin.art.br
www.quartierlatin.art.br

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL
RUA SANTO AMARO, 316 – CENTRO – SÃO PAULO

COORDENAÇÃO EDITORIAL: VINICIUS VIEIRA
PRODUÇÃO EDITORIAL: JOSÉ UBIRATAN FERRAZ BUENO
DIAGRAMAÇÃO: EDUARDO NALLIS VILLANOVA
FINALIZAÇÃO: VICTOR GUIMARÃES SYLVIO
REVISÃO GRAMATICAL: TARSILA NASCIMENTO MARCHETTI
PROJETO GRÁFICO DE CAPA: INVENTUM DESIGN

EIZIRIK, NELSON. A LEI DAS S/A COMENTADA. VOLUME III – 2ª
EDIÇÃO REVISTA E AMPLIADA – ARTIGOS 138 A 205. SÃO PAULO:
QUARTIER LATIN, 2015.

ISBN 85-7674-802-9

1. DIREITO COMERCIAL. 2. DIREITO SOCIETÁRIO. I. TÍTULO

ÍNDICES PARA CATÁLOGO SISTEMÁTICO:

1. BRASIL: DIREITO COMERCIAL
2. BRASIL: DIREITO SOCIETÁRIO

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfílmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

COLABORADORA NO VOLUME III:

ANDREA BRAGA

COLABORAÇÃO DE VINÍCIUS AVERSARI MARTINS
(ARTIGOS 176 A 188)

gratificações – deve ser razoável, não podendo prejudicar o direito dos acionistas ao recebimento dos dividendos nem se desvincular dos *standards* previstos no *caput*. A atribuição de gratificação excessiva aos administradores, quando o acionista controlador integra o seu quadro, pode caracterizar modalidade de abuso do poder de controle.

Usualmente, os beneficiários das verbas referentes à participação nos lucros são os diretores e membros do conselho de administração. Nada impede, porém, que os membros de órgãos técnicos e consultivos criados pelo estatuto também a elas façam jus, uma vez demonstrado que contribuem para os resultados da companhia. Como eles têm deveres e responsabilidades da mesma natureza que os diretores e membros do conselho de administração, podem também usufruir dos mesmos direitos¹². Assim, é perfeitamente legítimo que o estatuto estabeleça a sua participação nos lucros, na proporção que fixar, bem como que a assembleia delibere a respeito, conforme antes analisado¹³⁻¹⁴.

Os administradores de mais de 2 (duas) companhias integrantes de grupo de sociedades de direito, assim como os administradores do grupo, podem ter sua remuneração rateada entre as diversas sociedades que o compõem, podendo a sua gratificação ser fixada com base nos resultados apurados nas demonstrações financeiras consolidadas do grupo (artigo 274). A regra somente aplica-se aos grupos de sociedade de direito, constituídos mediante convenção (artigo 269), nos quais se admite a existência de uma estrutura administrativa centralizada do grupo, com órgãos de deliberação colegiada e cargos de direção geral (artigo 272)¹⁵ (p. 115).

¹² Ver os comentários ao art. 160 da Lei das S.A.

¹³ Em sentido contrário, sob o argumento principal de que as normas que tratam da distribuição de lucros aos administradores são excepcionais, devendo, pois, ser interpretadas restritivamente, o Parecer CVM/SJU nº 32/1980.

¹⁴ No mesmo sentido, ALFREDO LAMY FILHO, "Remuneração do Conselho Consultivo com Participação nos Lucros". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. v. II, 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 414-420.

SEÇÃO IV

DEVERES E RESPONSABILIDADES

DEVER DE DILIGÊNCIA

"Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios."

A Lei das S.A. estabelece um elenco de deveres e responsabilidades aos administradores, que se aplicam tanto aos membros do conselho de administração quanto aos da diretoria (artigo 145).

O primeiro dos deveres é o de diligência, o qual constitui o mais importante – e de difícil caracterização – de todos. Sua importância reside no fato de constituir, mais que um dever, a transposição de um princípio geral de direito, que sempre acompanha a execução de qualquer obrigação, para o âmbito da gestão das companhias¹.

¹⁵ Nesse sentido, ver a decisão da 6ª Câmara Cível do Tribunal de Alçada do Estado de Minas Gerais proferida nos autos da Apelação Cível nº 420.175.6, Rel. Des. Dídimo Inocêncio de Paula, j. em 01.04.2004, publicada no DOMG, em 23.04.2004, e na *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 26, outubro-dezembro, 2004, p. 229-236, cuja parte final de sua ementa assim está redigida: "(...) *Figurando o autor como diretor de várias empresas ligadas pelo fato de integrarem um mesmo grupo econômico, não pode pretender receber remuneração individual de cada uma delas pelo trabalho que realiza conjuntamente para todo o grupo, mormente em se verificando que a praxe vigente no grupo em tela é no sentido de que haja recebimento por meio apenas de uma das sociedades*". Em sentido contrário, entendendo que o administrador de grupo de fato também pode ser remunerado por outra sociedade que o integre: ARNOLDO WALD, "Caracterização do Grupo Econômico de Fato e Suas Consequências Quanto à Remuneração dos Dirigentes de suas Diversas Sociedades Componentes", *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 25, julho-setembro, 2004, p. 145-161.

¹ FLÁVIA PARENTE. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 41.

Sua complexidade deriva da forma como foi inserido na Lei das S.A.: como um *standard*, isto é, como um padrão geral de conduta, uma orientação flexível, cuja aferição não só varia no tempo como também deve ser verificada caso a caso.

Ainda que os deveres e responsabilidades, em princípio, apliquem-se a todos os membros da diretoria e do conselho de administração, a aferição do grau de diligência requerido evidentemente não poderá ser realizada mecanicamente, sem levar em conta a natureza distinta dos poderes e competências conferidos por lei aos membros do conselho de administração e da diretoria. Não se pode, por exemplo, exigir de um conselheiro de administração o mesmo conhecimento sobre a gestão da companhia do que o de um diretor; como o dever de diligência constitui um *standard*, ele deve ser apreciado, no caso concreto, tendo em vista a posição ocupada pelo administrador.

A primeira noção associada à palavra “diligência”, cuja origem é latina (*diligere*), é a de zelo no cumprimento de um dever. Assim, diligente é quem atua cuidadosamente no desempenho de determinada atividade, quem se esforça para cumprir satisfatoriamente sua obrigação.

De pronto, pode-se excluir do conteúdo do dever de diligência a obtenção de determinado resultado; o que se exige do obrigado é que se esforce para alcançá-lo. Ou seja, trata-se de uma obrigação de meio, não de resultado, eximindo-se de responsabilidade o administrador se ficar demonstrado que empregou os seus melhores esforços.

Isso significa que o administrador não infringe o dever de diligência se não alcançar os objetivos da companhia. Dele exige-se apenas que se conduza de maneira cuidadosa, zelosa, na gestão dos negócios sociais, desempenhando de forma competente as suas funções².

2 FLÁVIA PARENTE. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas...*, p. 50.

Ao determinar a Lei das S.A. que o administrador se comporte como homem ativo e probo, definiu, à primeira vista, o parâmetro do *bonus pater familiae*, ou seja, do homem médio, que conduz os negócios da companhia com o mesmo zelo que conduziria os de sua família, preservando o seu patrimônio.

Tratando-se de administrador de sociedade anônima, exige-se algo mais que o cuidado do bom pai de família; com efeito, incumbe ao administrador atuar buscando a consecução do objeto social e visando à obtenção de lucros (artigo 2º). Assim, o bom pai de família deve procurar manter o patrimônio, já o administrador da companhia deve buscar multiplicá-lo³.

A gestão do bom pai de família é caracterizada pela prudência, enquanto a atuação do administrador, voltada para a realização de lucros, envolve necessariamente a assunção de riscos.

No Direito Comparado verifica-se nítida tendência no sentido de vincular o dever de diligência do administrador à competência profissional de um empresário organizado⁴; ademais, exige-se que sua atuação seja pautada pela boa fé, de maneira que melhor atenda aos interesses da companhia⁵. Visando a objetivar o *standard* do dever de diligência, sugere-se a comparação da atuação concreta do administrador ao que é assente entre os especialistas em

3 NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 426.

4 A lei de sociedades anônimas da Espanha (Real Decreto Legislativo nº 1.564/1989), em seu art. 127, estabelece que os administradores devem desempenhar seus cargos com a diligência de um empresário organizado e de um representante leal. A lei de sociedades anônimas da Alemanha (AktG), de 1965, determinou, em seu art. 93, que os administradores devem dar à sua gestão os cuidados de um administrador competente e consciencioso. O código das sociedades comerciais em Portugal (Decreto-Lei nº 262/1986) dispõe, em seu art. 64, que os administradores devem atuar com a diligência de um gestor criterioso e ordenado.

5 AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*. v. I, St Paul: American Law Institute Publishers, 1994.

administração de empresas, com o que se pode aferir a sua competência profissional⁶.

A partir de decisões tomadas por tribunais norte-americanos, começaram a ser traçados os contornos do dever de diligência. Na análise desse dever, há que se levar em consideração as seguintes recomendações elencadas no *Guidebook of Directors*, elaborado pela *American Bar Association*:

- (i) os administradores devem participar, pessoalmente ou por telefone, das reuniões dos órgãos da administração (*time commitment and regular attendance*);
- (ii) os administradores devem estar bem informados a respeito das matérias que serão discutidas nas reuniões para as quais forem convocados, cumprindo-lhes, ainda, analisar previamente tais informações e verificar se são suficientes para que possam votar e tomar as decisões pertinentes de maneira consciente (*the need to be informed*);
- (iii) os administradores têm o direito de confiar nas informações e nos relatórios e estudos elaborados pelo corpo executivo, por empregados, auditores e outros membros dos órgãos de administração dos quais não façam parte (*the right to rely on others*), desde que não tenham conhecimento de fatos que os levem a desacreditar nos dados que lhes foram fornecidos;
- (iv) os administradores devem, ainda, investigar potenciais problemas ou assuntos quando forem alertados pelas circunstâncias ou por eventos que lhes indiquem que a companhia possa vir a passar por complicações ou praticar alguma conduta ilegal (*inquiry*). Nesses casos, os administradores devem promover investigações até

6 FABIO ULHOA COELHO. *Curso de Direito Comercial*. v. 2, 13ª edição, São Paulo: Saraiva, 2009, p. 253.

constatarem que o corpo executivo está lidando de maneira apropriada com a situação; e

- (v) os administradores devem informar seus pares a respeito dos fatos que considerem importantes para a tomada de uma decisão ou para o exercício de supervisão sobre os negócios da companhia (*disclosure among directors*)⁷.

Na realidade, não existe uma forma única de se atuar com diligência, mas um elenco de comportamentos que podem ser considerados como diligentes. Os administradores dispõem de uma margem de discricionariedade para escolher diversas opções razoáveis, não se podendo responsabilizá-los por não terem adotado, numa análise realizada *a posteriori*, a que se revelou a melhor⁸⁻⁹.

7 AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Corporate Director's Guidebook*. 5th edition, Chicago: The Business Lawyer, v. 62, nº 4, august, 2007, p. 1.495-1.496.

8 LUIS ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS, "Conselho de Administração e Diretoria". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. I, Rio de Janeiro: Forense, p. 1.102.

9 Os padrões de conduta dos administradores – os chamados *standards* de conduta – são conceitos abertos, ou seja, não se traduzem em normas de condutas objetivas. Assim, devem ser interpretados tendo em vista as circunstâncias e as exigências concretas da sociedade no momento da conduta. Nessa linha, o julgador, ao efetuar análise fria e posterior dos fatos, deve ter em mente que as decisões foram tomadas sob a tensão do momento, ou seja, no "calor dos acontecimentos". Nesse sentido, ver os votos que analisaram a expressão "calor dos acontecimentos", proferidos por: (i) Luiz Antonio de Sampaio Campos, no Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/1173, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. em 02.10.2003, no qual observou que: "No inquérito administrativo CVM 725/2001 [Inquérito Administrativo CVM nº TA – SP 2001/0725] fiz uma pequena observação que me permito transcrever aqui, por me parecer inteiramente aplicável, na qual disse: 'abra-se aqui um parêntese para esclarecer que os conceitos abertos, os assim chamados *standard* de conduta como o propalado dever de diligência, o dever de conhecer o seu cliente dentre outros tantos deveres previstos na lei, por não se traduzirem em normas de condutas objetivas, terão que ser examinados no processo administrativo considerando não necessariamente e apenas a melhor conduta, mas sim a razoabilidade da conduta adotada ainda que se possa admitir que outra fosse, na opinião do julgador, mais apropriada ou adequada. É este o ponto de equilíbrio que se impõe aos padrões de conduta, dado a sua falta de objetividade. Além disso, a conduta deve ser examinada considerando o momento em que deveria ser praticada e em quais circunstâncias, no calor dos acontecimentos e não distante dos fatos, comodamente e com a calma

Para a aferição do comportamento diligente do administrador, deve-se examinar se ele atendeu aos deveres de: (i) se qualificar para o cargo¹⁰; (ii) bem administrar; (iii) se informar; (iv) investigar; e (v) vigiar¹¹.

Em primeiro lugar, o administrador deve ter ou adquirir os conhecimentos mínimos sobre as atividades da companhia e a competência necessária ao desempenho de suas funções, com capacidade técnica para tomar decisões de maneira refletida e responsável. Assim, se o administrador não tem conhecimentos mínimos que lhe permitam dirigir os negócios sociais, não deve aceitar o cargo¹². Ou seja, o administrador não precisa ser um técnico altamente es-

atípica ao mundo dos negócios.' Recordo aqui a lição de Garrigues e Uria: 'Por todas estas razões, a fórmula de diligência que impõe ao administrador no artigo 79 não deve ser entendida como uma fórmula rígida, idêntica para todos os casos. Ao contrário, deve ser adaptada às circunstâncias e às exigências concretas da sociedade.' (Tradução livre. Comentários a la Ley de Sociedades Anónimas, Tomo I)"; e (ii) Marcelo Trindade, no Inquérito Administrativo CVM nº RJ 22/99, em que também foi relator, j. em 16.08.2001: "Não se quer nem de longe negar que a CVM possa e deva julgar a qualidade da informação prestada, e o acerto ou o erro de sua retenção indevida ou divulgação açodada. Mas, quando o fizer, deve a CVM ter em conta que estará realizando um post mortem. Dessa maneira, e em não havendo insider trading, o rigor na análise fria e posterior dos fatos deve ser temperado pela lembrança de que as decisões foram tomadas no calor dos acontecimentos, sob a tensão do momento."

10 Sobre a qualificação dos conselheiros, ver OTÁVIO YAZBEK, "Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira", In: Luiz Fernando Martins Kuyven (Coord.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial. Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 940-961, observa que: "Se por um lado o dever de qualificar-se reside no núcleo do dever de diligência (ou antes mesmo de tal dever, como defende um dos autores acima referidos), não há como, nas grandes companhias contemporâneas, presumir uma especialização ao mesmo tempo abrangente e aprofundada. (...) Daí porque pode se impor alguma razoabilidade quando da responsabilização dos conselheiros conforme o seu grau de especialização e a natureza dos problemas ocorridos - não se pode ignorar que estes podem, em alguns casos, não ser de fato considerados responsáveis pelas irregularidades ocorridas".

11 FLÁVIA PARENTE. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas...**, p. 101 e seguintes.

12 ROBERT C. CLARK. **Corporate Law**. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 125.

pecializado em todas as matérias que possam ser submetidas a sua apreciação, mas sim uma pessoa com conhecimentos, a princípio, gerais a respeito das atividades desenvolvidas pela companhia que administra, com capacidade para tomar decisões de maneira refletida e responsável e supervisionar os negócios sociais¹³.

O dever de bem administrar consiste na atuação do administrador visando à consecução do interesse social, embora não se exija que as decisões por ele tomadas acarretem necessariamente resultados positivos, uma vez que o dever de diligência constitui obrigação de meio e não de resultado. Com efeito, o dever de diligência não constitui dever de inteligência, ou seja, caso o administrador atue com diligência, o eventual erro que cometer não poderá acarretar a sua responsabilização¹⁴.

O administrador também tem a obrigação de obter as informações necessárias ao desenvolvimento dos negócios da companhia. Tal obrigação desdobra-se em 2 (dois) deveres: o primeiro, de natureza estrutural, relativo ao conhecimento que deve ter sobre o andamento ordinário dos negócios da companhia; o segundo, conjuntural, referente às operações concretas em que a companhia se envolve, que não se inserem no curso da gestão ordinária, como são, por exemplo, uma incorporação, cisão, aquisição de controle, etc.

Quanto ao dever de se informar, não se pode exigir que o administrador somente tome uma decisão após esgotar a obtenção de todas as informações possíveis, sob pena de a companhia perder a oportunidade de negócio, mas apenas aquelas necessárias, dentro de um critério de razoabilidade. Assim, o conteúdo do dever de

13 RENATO VENTURA RIBEIRO. **Dever de Diligência dos Administradores de Sociedade**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 204.

14 Sobre esse assunto, RENATO VENTURA RIBEIRO. **Dever de Diligência dos Administradores de Sociedade...**, p. 210-211, observa que: "(...) não se pode confundir diligência com sucesso do negócio, [já que] um negócio pode vir a fracassar, apesar da atuação diligente do administrador, ou vice-versa."

buscar informações imposto aos administradores deve ser limitado, de modo que as informações exigidas sejam necessárias, razoáveis, pertinentes e não excessivas. O rigor demasiado no julgamento do dever de diligência, seja pelos Tribunais, seja pela Comissão de Valores Mobiliários, pode levar os administradores a uma atitude de paralisia ou de tal cautela que evitem assumir quaisquer riscos, que são da essência da atividade empresarial¹⁵. Portanto, caso tenham se informado de maneira adequada – não informações exaustivas, mas aquelas que estejam razoavelmente disponíveis, conforme as circunstâncias concretas –, os administradores não poderão ser responsabilizados por infração ao dever de diligência.

O administrador também tem o dever de investigar, ou monitorar, o desenvolvimento das atividades da companhia, que lhe impõe a obrigação de analisar criticamente as informações que recebe, a fim de detectar potenciais problemas que venham a afetar tais atividades. Ao descobrir fatos que podem, eventualmente, causar danos à companhia, deve investigá-los de forma mais cuidadosa,

15 A jurisprudência administrativa da CVM, no julgamento de processos sancionadores, não tem sido uniforme. Em alguns casos, acertadamente, a Autarquia reconheceu que o administrador, em virtude das restrições de tempo e de recursos, não pode sempre realizar todos os estudos mais aprofundados, precisando escolher quais serão as questões revistas e quais não serão analisadas (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/0097, Rel. Dir. Maria Helena de Santana, j. em 15.03.2007; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/1443, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 10.05.2006). Em outros casos, com excessivo rigor, decidiu que a mera contratação de uma renomada empresa de auditoria não exige o administrador do dever de se informar, entendendo o Diretor Relator que “o dever de cuidado exige a desconfiança, inclusive de laudos técnicos e periciais, desde que fundamentada e nada mais natural que o administrador exija esclarecimentos e eventuais revisões de um trabalho contratado quando este apresenta flagrantes omissões” (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 08/05, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 12.12.2007; no mesmo sentido, Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 25/03, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 25.03.2008). Também nesse sentido, RENATO VENTURA RIBEIRO. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedade...*, p. 227.

revisando relatórios financeiros e demais documentos relevantes aos negócios sociais^{16,17,18}.

Também vem sendo observado que integra o dever de diligência o adequado acompanhamento dos riscos, especialmente quando a companhia realiza operações significativas com instrumentos financeiros.

Quando os administradores forem alertados por circunstâncias que indiquem que a companhia pode vir a ter problemas – as

16 A Seção 302 do Sarbanes-Oxley Act (SOX), de 2002, impõe aos administradores da área financeira o dever de revisar os relatórios financeiros e certificar que eles não contêm dados falsos, refletindo a real situação da companhia.

17 A Instrução CVM nº 480/2009, nos incisos V e VI do § 1º do art. 25, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 520/2012 e 552/2014, dispõe que: “Art. 25. O emissor deve entregar as demonstrações financeiras à CVM na data em que forem colocadas à disposição do público. § 1º. As demonstrações financeiras devem ser acompanhadas de: (...) V – declaração dos diretores de que reviram, discutiram e concordam com as opiniões expressas no relatório dos auditores independentes, informando as razões, em caso de discordância; e VI – declaração dos diretores de que reviram, discutiram e concordam com as demonstrações financeiras.”

18 A CVM no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 18/08, j. em 14.12.2010, analisou o descumprimento do dever de diligência por parte dos administradores face a irregularidades relacionadas a operações com derivativos e na divulgação de informações de uma companhia. O Diretor Relator, Alexsandro Broedel Lopes, acompanhado nos fundamentos de seu voto por todos os demais diretores, entendeu que: “(...) o acompanhamento de sistemas de monitoração de riscos, dentro das políticas estabelecidas pelas próprias empresas, se constitui em um dos deveres do conselho de administração. Este deve zelar para que sistemas apropriados estejam em operação em uma companhia, notadamente quando essa companhia, em sua atividade rotineira, realiza operações com instrumentos financeiros capazes de alterar parte significativa de seu resultado. Entendo, assim, que sistemas de monitoração e controle de riscos inoperantes ou ineficazes constituem violação ao dever de diligência, mais especificamente ao componente do dever de vigiar”. Sobre o sistema de controle de riscos, constou do voto que: “As pessoas envolvidas com o sistema de gerenciamento de riscos não podem estar unicamente subordinadas aos executivos responsáveis pelas operações. Executivos financeiros possuem interesses conflitantes com a gestão de riscos e devem ser monitorados de forma independente. É de pouca valia um sistema de monitoramento de riscos que esteja subordinado ao executivo responsável pela elaboração das operações”.

chamadas *red flags* (bandeiras vermelhas) no direito societário norte-americano – devem investigar mais detalhadamente¹⁹.

Os administradores podem e devem, em princípio, confiar nas informações que lhes são apresentadas por subordinados, auditores e outros profissionais, exceto se verificarem a existência de algum sinal de alerta, que indique a necessidade de uma mais detalhada investigação. Com efeito, seria impossível que o administrador conferisse pessoalmente todas as informações levadas ao seu conhecimento.

O último aspecto relacionado ao dever de diligência é o chamado dever de vigiar, que consiste na obrigação dos administradores de fiscalizarem o desenvolvimento das atividades da sociedade. Tal vigilância deve ser exercida de forma sintética e não analítica²⁰. Dessa forma, não se exige dos administradores a supervisão de cada uma das atividades desenvolvidas pela companhia, mas o acompanhamento geral dos negócios sociais e de suas políticas ou procedimentos internos. A propósito, seria indesejável que os administradores adquirissem informações sobre todos os aspectos das atividades da companhia, uma vez que os benefícios poderiam ser inferiores aos custos incorridos²¹.

1. BUSINESS JUDGEMENT RULE

Dada a flexibilidade do conceito de diligência, desenvolveu-se nos Estados Unidos, a partir de uma série de decisões judiciais²²,

19 ROBERT C. CLARK. *Corporate Law ...*, p. 131; COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, ABA SECTION OF BUSINESS LAW, "Corporate Director's Guidebook (Fourth Edition)", *The Business Lawyer*. Chicago: American Bar Association, v. 59, nº 3, may, 2004, p. 1.069-1.070. Ver, também, THE AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*. v. 1, St. Paul: Minn., 1994, p. 138-139; JOSE ORIOL LEBBOT MAJO. *Los Deberes de los Administradores de la Sociedad Anónima*. Madrid: Civitas, 1996, p. 68.

20 Nesse sentido já se manifestou a CVM no Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ 2002/1173, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. em 02.10.2003.

21 MELVIN EISENBERG. *The Duty of Care of Corporate Directors and Officers*. v. 51, nº 4, Pittsburgh: University of Pittsburgh Law Review, 1990, p. 954.

22 ROBERT C. CLARK. *Corporate Law...*, p. 126 e seguintes.

a chamada *business judgement rule*²³, que constitui um *standard* para o controle dos atos praticados pelos administradores, cujos objetivos principais são: (i) evitar que os tribunais substituam os administradores, que devem ter a liberdade de decidir sobre a oportunidade e conveniência de seus atos; e (ii) oferecer aos administradores uma proteção às decisões que tomarem, quando devidamente informados, encorajando-os a assumirem cargos de gestão e a correrem os riscos inerentes à atividade empresarial²⁴.

Caso a decisão seja tomada por administradores de boa fé, devidamente informados e no interesse da companhia, o acionista autor de ação de responsabilidade civil deverá provar os fatos e alegações para superar a presunção da *business judgement rule* que milita em favor do administrador²⁵. A presunção em favor dos administradores estabelecida pelo referido *standard* será superada se ficar demonstrado que eles não observaram os padrões de diligência, não se informando adequadamente sobre as decisões a serem tomadas²⁶.

A *business judgement rule* será aplicável se presentes os seguintes requisitos: (i) a ocorrência de uma decisão, não estando protegidas pela regra as condutas omissivas; (ii) a inexistência de qualquer interesse financeiro ou benefício pessoal na matéria por parte do administrador; (iii) o cumprimento da obrigação de se informar antes de tomar a decisão; (iv) ter o administrador perseguido o interesse social; e (v) ter o administrador agido de boa fé. Assim, presentes tais elementos, a decisão tomada estará protegida pela regra, não podendo o administrador ser responsabilizado, ainda que dela tenham decorrido danos à companhia.

23 Sobre esse assunto, ver os comentários ao art. 159 da Lei das S.A.

24 Sobre esse assunto, ver OSMAR BRINA CORREA-LIMA. *Sociedade Anônima*. 3ª edição, Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 203-210.

25 ALEXANDRE COUTO SILVA. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: "Business Judgement Rule"*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 194.

26 ROBERT C. CLARK. *Corporate Law...*, p. 125.

Com efeito, seria danoso à própria companhia se as decisões tomadas pelos administradores pudessem ser constantemente questionadas pelos acionistas; ademais, os julgadores, seja na esfera judicial, seja na esfera administrativa, não estão aptos a substituírem os administradores e decidirem sobre a oportunidade e a conveniência de determinadas decisões negociais.

O artigo 159, § 6º, inequivocamente consagrou a *business judgement rule* ao proteger o administrador quando se constatar que agiu de boa fé e visando a atingir os melhores interesses da companhia. A regra, tal como interpretada, permite ao aplicador da lei, seja na esfera judicial, seja na esfera administrativa, dar maior concretude ao *standard* do dever de diligência, uma vez que possibilita a sua aferição diante de casos concretos²⁷.

FINALIDADE DAS ATRIBUIÇÕES E DESVIO DE PODER

“Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

§ 2º É vedado ao administrador:

- a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
- b) sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de

sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;

c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.”

O artigo trata de diversos deveres fundamentais do administrador, além de estabelecer alguns postulados básicos que devem pautar a sua atuação. Encerra um dos princípios fundamentais em matéria societária – o da prevalência do interesse social. Tal princípio justifica-se na medida em que o interesse social constitui o meio ou pressuposto para a realização dos fins da companhia. Ainda que o *caput* estabeleça um *standard* geral de conduta, e o § 1º um princípio essencial, os demais parágrafos prevêm proibições razoavelmente detalhadas.

Os administradores devem exercer as suas atribuições legais e estatutárias tendo em vista os fins e o interesse da companhia, ou seja, atuando para alcançar o desenvolvimento do objeto social da forma mais lucrativa possível.

Tais objetivos, embora prevalecentes, devem ser perseguidos ao menor custo possível para a comunidade; daí a menção às exigências do “bem público” e da “função social da empresa”, que constituem *topoi*, ou seja, expressões de certa forma vazias, a serem preenchidas pelo aplicador da norma. Assim, a recomendação contida no *caput* é no sentido de que, embora os deveres fundamentais dos administradores sejam os de realizar o objeto social e maximizar os lucros, eles devem atendê-los ao menor custo para a coletividade, respeitando os

²⁷ A CVM tem aceito a regra do *business judgement rule* para aferir a diligência do administrador de companhia aberta. Sobre esse assunto, ver o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/1443, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 10.05.2006.

direitos dos trabalhadores, não poluindo, não praticando qualquer espécie de discriminação em sua política de pessoal¹.

1. REALIZAÇÃO DO INTERESSE SOCIAL

A norma contida no § 1º apresenta grande relevância, ao vincular de maneira clara a atividade do administrador à realização do interesse social, independentemente de quem o elegeu para o cargo. Isso porque, o administrador, embora possa ser eleito por determinado grupo de acionistas, não deve qualquer tipo de lealdade aos seus “eleitores”, na medida em que não os representa, estando vinculado à realização do interesse social e da finalidade lucrativa da companhia². Tal disposição deve ser aplicada a todos os administradores, qualquer que tenha sido a forma de sua eleição, se por voto múltiplo, por classe ou espécie de ação, ou se por votação majoritária. Aplica-se também aos administradores eleitos pelos empregados³.

1 No direito societário norte-americano, já se discutiu a questão dos destinatários da atuação dos administradores; a resposta é que devem agir tendo em vista os interesses da companhia e de seus acionistas, visando à maximização dos lucros. As Cortes norte-americanas, em geral, não reconhecem que eles tenham deveres com relação aos demais *stakeholders*, como credores, empregados e outros, com a possível exceção dos credores no caso de companhias insolventes (North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, 930 A.2d 92 - Del. Ch. May, nº 18, 2007).

2 O dever dos administradores de manter a independência ou autonomia em relação aos seus eleitores foi igualmente tratado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, no item 2.16 do “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”: “2.16 (...) O conselheiro deve trabalhar para o bem da empresa e, por conseguinte, de todos os acionistas. O conselheiro deve buscar a máxima independência possível em relação ao acionista, grupo acionário ou parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo, consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade refere-se ao conjunto de todos os proprietários”.

3 A Lei nº 12.353/2010, que dispõe sobre a participação de empregados nos conselhos de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista, determina, no § 2º do art. 2º, que: “O representante dos empregados está sujeito a todos os critérios e exigências para o cargo de conselheiro de administração previstos em lei e no estatuto da respectiva empresa.” O art. 6º, por sua vez, estabelece que: “Observar-se-á, quanto os direitos e deveres dos membros dos conselhos de que trata esta Lei e ao respectivo funcionamento, o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, no que couber”.

A disposição legal dirige-se particularmente aos membros do conselho de administração, tendo em vista a possibilidade de sua eleição mediante os sistemas de voto múltiplo e de eleição em separado⁴.

A norma também deve ser aplicada aos membros do conselho fiscal, aos quais incumbe exercer as suas funções no interesse exclusivo da companhia, ainda que eleitos por acionistas minoritários⁵.

Os administradores não são mandatários da sociedade, muito menos de seus “eleitores”; a companhia faz-se presente, com todos os seus integrantes - acionistas e empregados - por seu intermédio. Assim, uma vez eleitos, devem agir como órgãos, no interesse da sociedade. Caso o administrador favoreça determinados acionistas, controladores ou minoritários, que o elegeram, estará praticando ato em desvio de poder, podendo ser responsabilizado. Com efeito, os poderes que detém devem ser utilizados unicamente para a consecução dos fins sociais, não podendo deles apartar-se para proteger os interesses daqueles que o elegeram.

2. DESVIO DE PODER

No Direito Societário, ocorre o desvio de poder quando os administradores, embora observando formalmente os dispositivos da Lei das S.A. e do estatuto, deles afastam-se substancialmente, ao conduzir-se de forma a atingir finalidades diversas daquelas previstas nas normas legais e estatutárias⁶. Assim, caracteriza violação do dever previsto neste artigo a prática de atos pelos administradores que, substancial ou formalmente, não visem a atingir o interesse social, o bem público ou a função social da empresa.

Conforme a doutrina do *improper purpose*, desenvolvida na Inglaterra e nos Estados Unidos, é vedado aos administradores não

4 Ver os comentários ao art. 141 da Lei das S.A.

5 Ver os comentários ao art. 165 da Lei das S.A.

6 FLÁVIA PARENTE. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 139.

só exercerem os seus poderes visando a fins ilegais ou contrários à ordem pública, mas também desviando-os de suas verdadeiras destinações. Assim, por exemplo, um aumento de capital ou um empréstimo – negócios destinados a buscar fundos para a sociedade – não podem ser utilizados pelos administradores para reforçar sua posição de controle sobre a sociedade⁷.

3. ATO DE LIBERALIDADE

As vedações previstas nas 3 (três) alíneas do § 2º decorrem da regra segundo a qual o administrador deve atuar para lograr os fins e no interesse da companhia, não dos seus próprios ou de seus eleitores.

A Lei das S.A. veda expressamente a prática de atos de liberalidade por parte dos administradores. Como eles atuam como gestores de bens de terceiros – os acionistas –, têm determinados deveres fiduciários aos quais não podem faltar⁸, o primeiro deles constituindo o de não atuar com liberalidade na gestão do patrimônio social.

Os atos de liberalidade são aqueles que, embora diminuam o patrimônio da companhia, não lhe trazem qualquer benefício ou vantagem econômica. Assim, haverá liberalidade quando uma parcela do patrimônio da companhia for indevidamente conferida a terceiros, sem contrapartida equitativa⁹.

Quando os administradores fazem uma doação a pessoas que não mantêm qualquer vínculo com a companhia, a qual não traz qualquer benefício à comunidade, caracteriza-se a liberalidade.

7 ANDRÉ TUNC. *Le Droit Anglais des Sociétés Anonymes*. 4ª edição, Paris: Econômica, 1997, p. 171.

8 Sobre a posição fiduciária dos administradores: CARLOS KLEIN ZANINI, “A Doutrina dos ‘Fiduciary Duties’ no Direito Norte Americano e a Tutela dos Acionistas Minoritários Frente aos Administradores das Sociedades Anônimas”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 109, janeiro-março, 1998, p. 137.

9 NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 453.

Também constituem atos de liberalidade: (i) a renúncia a direitos da companhia; (ii) a prestação de garantias de favor a terceiros; e (iii) a concessão de empréstimos aos acionistas em condições favorecidas e sem as garantias necessárias¹⁰.

Por outro lado, não constituem atos de liberalidade a renúncia de direitos da companhia quando realizada para extinguir ou prevenir litígio, assim como a renegociação de dívidas com eventual perdão ou desconto da parcela de juros ou do principal, ou alongamento de prazos, desde que justificadas¹¹.

A vedação à prática de atos de liberalidade não é absoluta, permitindo-se que a companhia efetue doações com finalidades filantrópicas ou caritativas. Assim, a proibição pode ser afastada quando, por deliberação do conselho de administração ou da diretoria, entender-se que se trata de liberalidade razoável, que é não apenas aquela de pequeno valor, mas, também, a que tenha como beneficiários os empregados (assistência alimentar, educacional, recreativa, etc.) ou a comunidade (auxílio a empreendimentos artísticos, culturais, patrocínio de filmes, peças de teatros, etc.).

10 Sobre atos de liberalidade, ver as decisões do Colegiado da CVM proferidas nos Processos Administrativos Sancionadores CVM nºs: (i) RJ 09/97, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 13.12.2006; (ii) RJ 11/1996, votos do Presidente Marcelo Trindade e do Dir. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. em 29.06.2005; (iii) RJ 27/1999, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 12.08.2004; e (iv) RJ 08/1998, Rel. Dir. Marcelo Trindade, j. em 05.12.2001. Ver, também, as seguintes decisões judiciais: (i) 9ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, proferida nos autos da Apelação Cível nº 16.304/2000, Rel. Des. Laerson Mauro, j. em 06.02.2001; (ii) 3ª Câmara do Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais, proferida nos autos da Apelação Cível nº 330.066-3, Rel. Des. Wander Marotta, j. em 02.05.2001; e (iii) 6ª Câmara Civil do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, proferida nos autos da Apelação Cível nº 60.232, Rel. Des. Cantidiano de Almeida, j. em 19.12.1952 (publicada na *Revista dos Tribunais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 210, abril, 1953, p. 170-175).

11 LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS, “Conselho de Administração e Diretoria”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.124.

4. USO DE BENS DA SOCIEDADE

A Lei das S.A. igualmente veda ao administrador, sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, assim como usar, em proveito próprio, de sociedade da qual participe ou de terceiros, seus bens, serviços ou crédito. Tais comportamentos constituem uma forma de abuso dos bens sociais, que não podem ser utilizados para finalidades diversas daquelas vinculadas à realização do interesse da companhia e da sua finalidade lucrativa.

Em companhias fechadas, às vezes ocorre a confusão do patrimônio social com o da família controladora, cujos membros também ocupam cargos de administração. Tal confusão patrimonial pode, inclusive, caracterizar o abuso da personalidade jurídica, cabendo, mediante decisão judicial, eventualmente estenderem-se determinadas relações obrigacionais aos bens particulares dos administradores e acionistas¹².

Não se justifica a prática dos atos previstos na alínea "b" do § 2º, ainda que aprovada pelo conselho de administração, uma vez que podem existir conflitos de interesse, particularmente quando o interessado for conselheiro, caso em que o *esprit de corps* pode prevalecer sobre os interesses sociais¹³. O ideal é que o estatuto estabeleça que tais autorizações fiquem reservadas à apreciação da assembleia geral, órgão soberano da coletividade de acionistas.

¹² O art. 50 do Código Civil assim dispõe: "*Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidas aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.*"

¹³ EGBERTO LACERDA TEIXEIRA e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. 2, São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 473.

Na ausência de previsão estatutária expressa permitindo que o conselho de administração conceda as autorizações, o órgão está impedido de adotar tal procedimento, o que não ocorre com a assembleia geral, que sempre pode deliberar a respeito¹⁴.

5. RECEBIMENTO DE VANTAGENS PESSOAIS

O administrador não pode receber de terceiros, sem expressa previsão estatutária ou autorização da assembleia geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal em razão do exercício de seu cargo. O objetivo da regra é impedir que o administrador receba presentes ou qualquer tipo de bens ou vantagens para si ou familiares (viagens, empréstimos em condições favorecidas, etc.) de pessoas interessadas em contrair negócios com a companhia. A inobservância da norma implica, obrigatoriamente, a transferência para a companhia das importâncias ou vantagens recebidas, nos termos do § 3º.

Havendo previsão estatutária, o órgão competente para conceder a autorização, em cada caso, será o conselho de administração, seja para os diretores, seja para os próprios conselheiros. Já os diretores, por conduzirem diretamente os negócios sociais, não podem conferir tal autorização para si próprios. Assim, caso a companhia não tenha conselho de administração, a autorização deverá ser dada pela assembleia geral¹⁵.

DEVER DE LEALDADE

"Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

¹⁴ MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 3, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2009, p. 342.

¹⁵ EDUARDO SOUSA CARMO. *Relações Jurídicas na Administração das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Aide, 1988, p. 125.

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)"

A Lei das S.A., inspirada nos sistemas jurídicos inglês e norte-americano, introduziu em nosso regime societário o padrão de

lealdade (*standard of loyalty*) que requer do administrador uma conduta de boa fé e sempre no melhor interesse da companhia.

No direito societário norte-americano, o dever de lealdade do administrador normalmente surge em uma das seguintes situações: (i) a utilização de oportunidade comercial da companhia; e (ii) em operações nas quais o administrador tem interesses conflitantes com os da companhia.

Na generalidade dos sistemas jurídicos mais desenvolvidos prescrevem-se *standards*, agrupados sob a denominação de "dever de lealdade", com vistas a controlar situações de conflitos de interesse e a limitar o risco de utilização, pelos administradores, dos ativos da companhia ou de informações confidenciais, em proveito próprio¹.

A Lei das S.A., no *caput* deste artigo, estabeleceu o padrão genérico de conduta, nos termos do qual o administrador deve: servir com lealdade à companhia; e manter reserva sobre os negócios sociais². Em seguida, nos seus 3 (três) incisos e parágrafos, estabeleceu um elenco exemplificativo de condutas vedadas aos administradores.

1. UTILIZAÇÃO DE OPORTUNIDADES DE NEGÓCIO DA COMPANHIA

É vedado ao administrador utilizar, em proveito próprio, oportunidades de negócios da companhia, às quais ele teve acesso em virtude de seu cargo. Trata-se da *corporate opportunity doctrine* do direito norte-americano, que basicamente impõe ao administrador

1 REINIER KRAAKMAN, PAUL DAVIES, HENRY HANSMANN, GERARD HERTIG, KLAUS HOPT, HIDEKI KANDA and EDWARD ROCK. *The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2007, p. 114.

2 Sobre a correlação entre o dever de lealdade e o dever de diligência, ver FLÁVIA PARENTE. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 174.

a proibição de utilizar as oportunidades comerciais em proveito próprio³.

O acionista controlador também não pode aproveitar oportunidade comercial da companhia, sob pena de ficar caracterizado o abuso do poder de controle⁴.

Como os administradores constituem órgãos da companhia, as oportunidades comerciais que lhes são apresentadas, no desempenho de suas atividades, a ela pertencem. Caso utilizem determinada oportunidade ao invés de oferecê-la à companhia, estará caracterizada a usurpação da oportunidade, típica modalidade de infração ao dever de lealdade.

Nem todos os casos de aproveitamento de oportunidade comercial constituem infração ao dever de lealdade. Há alguns testes para se caracterizar a ilicitude do ato, desenvolvidos no direito societário norte-americano e aplicáveis em nosso sistema jurídico:

- (i) a possibilidade de utilização da oportunidade por parte da companhia;
- (ii) o fato de estar, tal oportunidade, inserida na linha de negócios da empresa, fazer parte de seu objeto social ou, pelo menos, ser de utilidade para o desenvolvimento de suas atividades empresariais; e

3 Sobre a *Corporate Opportunity Doctrine*, ver ERASMO VALLADÃO A.N. FRANÇA e MARCELO VIEIRA VON ADAMEK, "Aproveitamento de Oportunidades Comerciais da Companhia pelo Acionista Controlador (Corporate Opportunity Doctrine)". In: Erasmo Valladão A. N. França e Marcelo Vieira Von Adamek (Coord.). *Temas de Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 88-110.

4 Ver, a propósito, as decisões proferidas nos Processos Administrativos Sancionadores CVM nºs: (i) RJ 29/05, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 30.09.2008, e (ii) RJ 2008/1815, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 28.04.2009. Ver, também: MARIO SLERCA JÚNIOR e EDUARDO SLERCA, "Lei 6.404/76 – Ações Sociais Contra o Controlador e Contra o Administrador – Necessidade de Atuação do Ministério Público e Temas Polêmicos", *Revista do Ministério Público*. Rio de Janeiro: Ministério Público, v. 20, julho-dezembro, 2004, p. 159-160.

- (iii) o fato de poder acarretar, tal oportunidade, um benefício ou vantagem para a companhia⁵.

Em algumas situações, a utilização da oportunidade comercial é lícita, como, por exemplo: (i) se a companhia não tiver recursos financeiros para aproveitá-la; (ii) se estiver proibida de realizar negócios da espécie; ou (iii) se o estatuto não permitir que a companhia realize tais negócios. Em qualquer de tais hipóteses, a oportunidade deixa de ser da companhia, tornando-se pessoal, do administrador, a quem cabe o ônus de provar tais fatos⁶.

Ainda que configurada qualquer das situações acima, que constituem excludentes da responsabilidade do administrador por infração ao dever de lealdade, é prudente que ele apresente-a ao órgão social competente e não participe do processo decisório após informar que teria interesse no negócio. Porém, não há usurpação se a oportunidade foi criada pelo próprio administrador.

A proibição de aproveitamento de oportunidade comercial não é absoluta, mesmo que ela se insira na linha de negócios da companhia e que esta tenha condições de aproveitá-la. Se o admi-

5 Tais testes foram desenvolvidos pela jurisprudência dos tribunais norte-americanos, a partir do célebre caso "Guth v. Loft, Inc". A propósito, ROBERT C. CLARK. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 225-230. O AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*. v. I, St Paul: American Law Institute Publishers, 1994, p. 284, seção 5.05b, define a "corporate opportunity" nos seguintes termos: "(1) Any opportunity to engage in a business activity of which a director or senior executive becomes aware, either: In connection with the performance of functions as a director or senior executive, or under the circumstances that should reasonably lead the director or senior executive believe the person is offering the opportunity expects it to be offered to the corporation; or through the use of corporate informations or property, if the resulting opportunity is one that the director or senior executive should reasonably be expected to believe would be of interest to the corporation; (2) Any opportunity to engage in a business activity of which a senior executive becomes aware and knows is closely related to the business in which the corporation is engaged or expects to engage".

6 WILLIAM E. KNEPPER. *Liability of Corporate Officers and Directors*. Columbus: The Allen Smith Company, 1978, p. 76.

nistrador comunicar à assembleia ou aos demais administradores, não participar da deliberação, e o órgão social competente decidir não aproveitar a oportunidade, ele estará livre para fazê-lo⁷.

Ainda que não prevista expressamente, constitui modalidade de infração ao dever de lealdade, semelhante à usurpação de oportunidade comercial, o desempenho, pelo administrador, em caráter constante, de negócios semelhantes aos da companhia, que caracterizem a concorrência⁸.

2. OMISSÃO E NÃO APROVEITAMENTO DE OPORTUNIDADE DE INTERESSE DA COMPANHIA

É também vedado ao administrador omitir-se no exercício ou na proteção de direitos da companhia, hipótese que se confunde com a infração ao dever de diligência, previsto no artigo 153, que lhe impõe o dever de atuar no interesse social. A caracterização da infração prescinde da comprovação do dolo, uma vez que a omissão pode ser culposa, decorrente do exercício negligente das funções administrativas.

Na segunda parte do inciso II, a Lei das S.A. também inclui como modalidade de infração ao dever de lealdade o comportamento do administrador que deixa de aproveitar oportunidade comercial de interesse da companhia visando à obtenção de vantagem para si ou para outrem. Assim, por exemplo, se o administrador, sabendo

7 ALFREDO SERGIO LAZZARESCHI NETO. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 4ª edição, São Paulo: Saraiva, 2012, p. 454-455.

8 Após a reforma de 2003, o Código Civil Italiano, em seu art. 2.390, passou a proibir expressamente o administrador de assumir a qualidade de sócio ilimitadamente responsável em sociedade concorrente, de ser administrador de sociedade concorrente ou de exercer por conta própria ou de terceiro uma atividade concorrente, exceto se autorizado pela assembleia geral. A norma – que estabelece o chamado “*divieto di concorrenza*” – visa a impedir a ocorrência de uma situação de potencial conflito de interesses. A propósito, ver FRANCO BONELLI. *Gli Amministratori di S.P.A. – Dopo la Riforma delle Società*. Milão: Giuffrè, 2004, p. 140.

do que foi oferecido à companhia determinado bem, a um preço atrativo, compra-o para si ou para outrem, estará configurado o ato ilícito. Dada a dicção da Lei das S.A. – “*visando à obtenção de vantagens*” – deve estar presente o dolo, a intenção de obter vantagem, ainda que ela não se materialize, para caracterizar-se a infração ao dever de lealdade.

3. INTERPOSIÇÃO EM NEGÓCIO DA COMPANHIA

Também constitui infração ao dever de lealdade a aquisição, pelo administrador, de bens ou direitos para revendê-los, com lucro, à companhia. Basta que o administrador tenha lucro na operação para caracterizar o ilícito. Se o administrador teve lucro na operação, a companhia pagou mais do que teria pago caso os bens ou direitos lhe tivessem sido ofertados originalmente.

A interposição do administrador somente se justifica se necessária à efetiva alienação do bem à companhia, como pode ocorrer quando for importante a manutenção do sigilo quanto ao adquirente final, ou quando o alienante exigir o pronto pagamento ou a assinatura imediata do contrato⁹.

4. O INSIDER TRADING

A modalidade mais relevante de infração ao dever de lealdade no caso da companhia aberta é a do *insider trading*, que constitui o uso indevido de informações confidenciais para negociar com valores mobiliários por parte de pessoas que estão “por dentro” dos negócios da companhia, como é o caso dos administradores, a preços que ainda não estão refletindo o impacto de certas informações relevantes, que são de seu exclusivo conhecimento. Assim agindo, o

9 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 3, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 358.

insider obtém o melhor preço: mais alto se estiver vendendo, mais baixo se estiver comprando.

Trata-se de evidente modalidade de comportamento desleal, uma vez que o administrador compra ou vende os valores mobiliários emitidos pela companhia a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações relevantes, que são de seu exclusivo conhecimento.

A norma prevista no § 1º foi adaptada da legislação sobre mercado de capitais norte-americana, que consagrou o princípio do *disclose or refrain from trading* (divulgue ou abstenha-se de negociar). Assim, o administrador, na posse de informações relevantes, deve divulgá-las, a não ser que tal revelação ponha em risco interesse legítimo da companhia, caso em que lhe cabe manter a reserva; o que não pode, por definição, é manter o sigilo e utilizar tais informações em proveito próprio.

Por que se deve combater o *insider trading*, que é tido, em quase todas as legislações societárias e de mercado de capitais, como um dos principais ilícitos? Há razões econômicas e éticas que justificam a repressão a tal conduta.

As razões econômicas estão ligadas ao conceito de eficiência no estabelecimento dos preços dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais. Entende-se que o mercado é eficiente quando as cotações dos valores mobiliários refletem todas as informações disponíveis sobre eles e sobre as entidades emissoras. Ademais, quanto mais rapidamente as cotações refletirem as novas informações, mais eficiente será o mercado. O “modelo ideal” de mercado é aquele em que as cotações dos títulos reflitam todas as informações relevantes e publicamente disponíveis, o que se busca alcançar mediante uma legislação que promova o *disclosure* (ampla divulgação das informações). A ampla divulgação das informações completa-se com um segundo princípio: elas devem estar disponíveis a todos ao mesmo tempo, sem que os *insiders* possam utilizá-las antes de sua divulgação.

Adicionalmente, vem sendo demonstrado, com dados empíricos, que o *insider trading* constitui fator relevante para a “assimetria de informações” no mercado de capitais. Os países engajados no combate ao uso de informação privilegiada apresentam ações com precificação mais acurada, mercado de capitais com maior liquidez e empresas com estrutura de capital mais dispersa¹⁰.

As razões éticas derivam do princípio da igualdade de acesso às informações, uma vez que, dado o desequilíbrio entre a posição do *insider* e a dos demais participantes do mercado, é injusto que o *insider* aufera lucros unicamente por ter acesso a informações que não são públicas¹¹. Em todos os países que reprimem o *insider trading*, busca-se evitar que os *insiders* obtenham vantagens decorrentes da “assimetria de informações”, posto que eles conhecem as informações relevantes antes do que os demais investidores.

A Lei das S.A., seguindo a orientação do Direito Comparado, privilegiou as razões econômicas no combate ao *insider trading*, ao vedar a sua prática apenas aos administradores de companhias abertas. A rigor, a vedação também caberia para os administradores de companhias fechadas, os quais, dado o acesso que têm às informações privilegiadas da companhia, também deveriam ser proibidos de negociar com pessoas que as desconhecem.

O principal, ainda que não único *insider*, é o administrador da companhia, que normalmente tem acesso às novas informações

10 JOÃO PEDRO SCALZILI e LUIS FELIPE SPINELLI, “A Racionalidade Econômica do Combate ao *Insider Trading*: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado”, *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 147, julho-setembro, 2007, p. 42-54.

11 LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, p. 171; FRANCISO ANTUNES MACIEL MÜSSNICH, “A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – ‘Insider Trading’ – no Brasil e nos Estados Unidos”, *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 34, abril-junho, 1979, p. 31-52.

anteriormente aos demais, na maior parte dos casos até mesmo previamente ao acionista controlador. Daí ter a Lei das S.A., em sua versão original, considerado como *insiders* apenas os administradores. Posteriormente, as normas regulamentares da Comissão de Valores Mobiliários foram ampliando o elenco dos *insiders* para abranger a própria companhia, o acionista controlador, ou aqueles que, em virtude de cargo, posição ou função, têm acesso a informação relativa a ato ou fato relevante¹².

Com a reforma ocorrida mediante a promulgação da Lei nº 10.303/2001, o § 4º passou a vedar a utilização de informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso. A expressão “qualquer pessoa” há de ser interpretada restritivamente, uma vez que deve existir um nexo profissional entre o vazamento de informações e eventuais terceiros, de sorte que apenas aqueles que, no exercício de atividade profissional (auditores, advogados, analistas financeiros, etc.), têm acesso às informações podem ser considerados *insiders*.

Para que se caracterize o *insider trading*, a informação deve ser relevante. Como tal, considera-se a informação que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, causando, uma vez divulgada, sua alta ou queda. Trata-se daquela informação que seria levada em consideração por um investidor médio ao negociar com os valores mobiliários. Assim, a noção de fato relevante abrange qualquer evento que potencialmente acarrete efeitos significativos sobre as negociações de títulos de emissão da companhia. Em tal conceito, pode-se incluir qualquer decisão do acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração, bem como fato ocorrido nos negócios da companhia que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários e na decisão

¹² Ver, a propósito, a Instrução CVM nº 358/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 369/2002, 449/2007 e 552/2014.

dos investidores de com eles negociarem ou de exercerem direitos inerentes à sua posição de titulares de tais títulos¹³.

Ademais, para se configurar o *insider trading*, a informação deve ser sigilosa, ainda não divulgada ao mercado. Após a divulgação, o administrador pode negociar os valores mobiliários, uma vez que não terá qualquer vantagem sobre os demais investidores.

Assim, comete o delito quem negocia com informação privilegiada, como tal entendendo-se aquela que: (i) tem um caráter razoavelmente preciso, ou seja, refere-se a um fato, não a meros rumores, apresentando, pois, um mínimo de materialidade; (ii) não está disponível para o público; (iii) é tida como *price sensitive*, isto é, poderia, caso divulgada, afetar a cotação dos títulos; e (iv) refere-se a valores mobiliários ou a seus emissores.

As hipóteses mais comuns de utilização de informações privilegiadas ocorrem no curso de negociações para aquisição de controle acionário ou reestruturação societária de companhia aberta. Seguidamente surgem dúvidas, particularmente quando se verificam negociações complexas e longas, sobre o momento em que a informação torna-se relevante, impedindo que os administradores e demais *insiders* negociem com as ações de emissão da companhia enquanto não for divulgada a operação.

A partir de decisões dos tribunais norte-americanos, estabeleceu-se um “teste de relevância”, com base em juízo de probabilidade e magnitude, que considera os seguintes fatores: (i) a probabilidade de um acordo final; (ii) se já existem decisões dos órgãos de administração aprovando a operação ou relatórios e pareceres elaborados por consultores; e (iii) o possível impacto da operação sobre os negócios

¹³ A Instrução CVM nº 358/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 369/2002, 449/2007 e 552/2014, enumera uma série de exemplos de atos ou fatos que podem ser tidos como relevantes, entre os quais: mudança de controle da companhia, fechamento de seu capital, incorporação, cisão e transformação ou dissolução da companhia.

da companhia e a cotação de suas ações. Assim, se é provável que a operação será concluída e ela trará impacto significativo sobre os negócios da companhia, afetando a cotação de seus títulos no mercado, já existe uma informação relevante¹⁴.

O fato de ser a informação considerada relevante não obriga os administradores a divulgá-la imediatamente, o que poderia comprometer as negociações em curso. Porém, eles não podem utilizá-la em proveito próprio ou de terceiros, sob pena de ficar caracterizado o ilícito de *insider trading*.

5. SANÇÕES AO INSIDER

A prática do *insider trading* pode acarretar sanções nas esferas cível, administrativa e criminal.

Aquele que compra ou vende valores mobiliários, sem conhecer a informação relevante, tem direito de ser indenizado pelas perdas e danos, que consistem na diferença entre a cotação dos valores mobiliários ao tempo da operação e aquela verificada imediatamente após a divulgação do fato relevante. Em operações realizadas no mercado de capitais, em que não há relação direta entre comparadores e vendedores, não é necessário que o prejudicado prove que comprou ou vendeu do *insider*; o nexo de causalidade entre a conduta ilícita e o dano causado aos investidores é inferido mediante a prova de que as informações eram relevantes e privilegiadas.

Na esfera administrativa, pode a Comissão de Valores Mobiliários, após a instauração de processo administrativo sancionador¹⁵, concluindo que houve efetiva violação às normas legais

e regulamentares que tratam do *insider trading*, aplicar as penalidades previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976¹⁶. Tanto no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários como no das agências reguladoras do mercado de capitais de outros países, entende-se que a prática do *insider trading*, por subverter a confiança nos agentes do mercado e nas informações disponíveis, deve ser punida de forma bastante rigorosa¹⁷.

criando a Superintendência de Processos Sancionadores - SPS com a função de conduzir os Processos Administrativos Sancionadores instaurados pela Autarquia, promovendo a segregação das funções de fiscalização das funções acusatórias; (iii) a Resolução CMN nº 454/1977, com as alterações da Resolução CMN nº 2.785/2000 e a Deliberação CVM nº 538/2008, com as alterações introduzidas pela Deliberação CVM nº 552/2008, que disciplina o rito ordinário como modalidade de procedimento administrativo sancionador; (iv) a Resolução CMN nº 1.657/1989, com as alterações da Resolução CMN nº 2.785/2000, e a Instrução CVM nº 545/2014, que revogou a Instrução CVM nº 251/1996. Essa Instrução dispõe sobre as hipóteses de aplicação do rito sumário no processo administrativo; e (v) o Parecer de Orientação CVM nº 06/1980, que reconhece 2 (duas) fases do processo administrativo sancionador: a primeira, de investigação, e a segunda, de contraditório, que se inicia com a intimação dos indiciados para a apresentação de defesa, na qual já existe uma efetiva acusação de prática de atos ilícitos. Ver, também, ANTONIO CARLOS VERZOLA. *Processos Sancionadores nos Mercados Financeiro e de Capitais - BACEN e CVM*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

16 O art. 11 da Lei nº 6.385/1976, com a redação que lhe foi dada pela Lei nº 9.457/1997, assim dispõe: "A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: I - advertência; II - multa; III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários."

17 Ver, a propósito, a decisão do Colegiado da CVM no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 18/01, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 04.11.2004.

14 NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 561-562.

15 Ver, a propósito, (i) a Lei nº 9.784/1999, que disciplinou o processo administrativo sancionador no âmbito da administração pública federal; (ii) o Decreto nº 6.382/2008, que alterou a estrutura organizacional da CVM,

O *insider trading* passou também a ser considerado ilícito penal com a promulgação da Lei nº 10.303/2001, que acrescentou o artigo 27-D à Lei nº 6.385/1976¹⁸⁻¹⁹. A norma penal sanciona a conduta de quem utiliza informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, da qual deve guardar sigilo, para negociar com valores mobiliários. Tendo em vista a dicção da norma, o delito é próprio, uma vez que somente podem ser punidos aqueles obrigados a guardar sigilo, como são: os administradores, membros do conselho fiscal, o acionista controlador, assim como prestadores de serviços que tenham, em virtude da lei ou de contrato, dever de sigilo.

6. INSIDER PRIMÁRIO E SECUNDÁRIO

Há, com relação aos agentes, uma distinção relevante entre os *insiders* primários e os secundários, ou *tippees*, que são aqueles que recebem as informações dos *insiders* primários.

São primários os *insiders* que detêm acesso às informações privilegiadas na sua fonte, seja por sua posição funcional, como ocorre com os administradores, seja por sua condição de acionistas controladores. Já os *insiders* secundários são aqueles que recebem a informação privilegiada dos primários e não estão obrigados ao dever de sigilo, não se lhes aplicando, assim, a norma penal, embora possam ser punidos administrativamente.

18 O art. 27-D da Lei nº 6.385/1976, com a redação que lhe foi dada pela Lei nº 10.303/2001, assim dispõe: "Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime."

19 Sobre o ilícito penal de *insider trading* em nosso sistema jurídico, ver JOÃO CARLOS CASTELLAR. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos (Uso Indevido de Informação Privilegiada, Manipulação de Mercado e Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função)*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

Existe, com relação aos administradores, que são *insiders* primários, uma presunção *juris tantum* de que, dada a posição que ocupam, tiveram acesso a informação privilegiada antes de negociar. Tal presunção relativa deve ser examinada caso a caso, analisando-se a posição ocupada pelos administradores, particularmente no caso de grandes companhias abertas, em que os estatutos estabelecem a especialização das funções dos diretores. Assim, um diretor jurídico, por exemplo, pode não ter tido acesso a determinada informação financeira, de conhecimento exclusivo do diretor da área. Da mesma forma, os membros do conselho de administração o mais das vezes somente têm acesso a determinadas informações quando elas lhes são encaminhadas pelos diretores.

Além do acesso às informações relevantes, é essencial a análise do comportamento prévio do administrador, para que se possa verificar se ele usualmente comprava ações da companhia ou se somente passou a fazê-lo antes da divulgação do fato relevante. Tal se dá pelo fato de que, em qualquer das esferas – civil, administrativa ou penal – é praticamente impossível a prova direta do ilícito, fazendo-se necessário recorrer aos indícios²⁰.

Além de não utilizarem a informação confidencial em proveito próprio, os administradores devem zelar para que seus subordinados

20 A Diretora Norma Parente, em seu voto no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 24/00, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 18.08.2005, assim se manifestou: "A prova indiciária autoriza a condenação desde que haja indícios graves, precisos e concordes. (...) A prova indiciária é uma prova indireta, circunstancial, de inferências, partindo de dados e circunstâncias conhecidos (fatos provados) para os fatos desconhecidos (fatos probandos), através de um raciocínio de estrita lógica formal. Não é uma prova menor, nem imperfeita, e constitui prova suficiente a autorizar a condenação. É inquestionavelmente válida, porque fundada na razão, e tem um significativo peso na elucidação dos fatos. Distingue-se da presunção, que não é meio de prova, mas mero exercício de abstração lógico-dedutiva, prescindindo de qualquer elemento específico sem amparo concreto e probatório. Já o indício subordina-se à prova, não subsistindo sem uma premissa, que é a circunstância indiciante provada. Conforme entendimento reiterado desta CVM, não é qualquer indício que enseja a condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar."

ou terceiros de sua confiança não “vazem” a informação, nem a utilizem em proveito próprio. Nesse sentido, é útil o estabelecimento, pela companhia, de políticas internas de controle sobre o fluxo de informações, assim como a fixação de vedações aos negócios com os valores mobiliários de sua emissão por parte de administradores, funcionários e familiares, seja em caráter genérico, seja em determinadas ocasiões. Havendo culpa ou dolo do administrador no vazamento da informação relevante, ele será solidariamente responsável com os subordinados ou terceiros de sua confiança pelos danos causados a terceiros.

CONFLITO DE INTERESSES

“Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.”

A Lei das S.A. disciplina os conflitos de interesse para evitar que o administrador, ao contratar com a sociedade (o chamado *self-dealing*), privilegie o seu interesse pessoal em detrimento do interesse social.

No Direito Comparado verificamos idêntica preocupação. Em quase todos os sistemas jurídicos mais desenvolvidos, no caso das companhias abertas, ou veda-se que o administrador realize negócios com a sociedade que não sejam em condições de mercado ou exige-se a aprovação de tais operações pelos demais administradores, não interessados, ou mesmo pela assembleia geral dos acionistas¹. No caso das companhias fechadas, tais exigências não são tão rigorosas, uma vez que poderiam impossibilitar a contratação com o administrador, muitas vezes necessária ou útil para a companhia, pelo fato de terem um número mais reduzido de administradores ou mesmo não possuírem conselho de administração.

Embora alguns sistemas jurídicos estabelecessem, no passado, restrições a certas operações (como empréstimos da companhia para o administrador), atualmente são muito raras as hipóteses em que se proíbe expressamente determinados tipos de contrato entre a companhia e o administrador². Uma proibição absoluta poderia prejudicar a própria companhia; um exemplo óbvio é o da contratação do administrador para prestar serviços em tempo integral, em que a vedação impossibilitaria a existência de executivos profissionais, pois muitas vezes o administrador, particularmente em companhias fechadas, deve assinar, enquanto órgão social, seu próprio contrato³.

O conflito de interesses pode caracterizar-se quando ocorrer a satisfação do interesse individual mediante o sacrifício do interesse coletivo, e vice versa⁴. Há, portanto, conflito de interesse entre o

1 REINIER KRAAKMAN, PAUL DAVIES, HENRY HANSMANN, GERARD HERTIG, KLAUS HOPT, HIDEKI KANDA and EDWARD ROCK. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2007, p. 105 e seguintes.

2 A Lei *Sarbanes-Oxley*, como reação ao escândalo da *Enron*, proibiu, em sua Seção 402, empréstimos da companhia ao administrador.

3 PAUL DAVIES. *Gower and Davies: Principles of Modern Company Law*. 7th edition, London: Sweet and Maxwell, 2003, p. 392.

4 ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993, p. 20.

administrador e a sociedade quando ele é portador, em determinada situação, de um duplice e contraditório interesse: o social e o particular, sendo que um não pode ser atendido sem que o outro seja sacrificado.

1. CONFLITO FORMAL E SUBSTANCIAL

Deve-se distinguir o conflito formal do conflito substancial de interesses⁵⁻⁶. O conflito formal, ou *lato sensu*, existe em todo negócio jurídico em que o administrador e a companhia são partes contratantes. Assim, sempre que o administrador ou o acionista contrata com a companhia há conflito formal, que advém da própria natureza do negócio bilateral, em que as partes têm interesses diversos, ainda que o negócio acarrete benefícios equitativos para as 2 (duas) partes.

Ocorre o conflito de interesse substancial, ou *stricto sensu*, quando o voto ou a prática de determinado ato de gestão orientar-se no sentido da satisfação do interesse individual, não no interesse da companhia. Há, no caso, efetiva ação orientada para a satisfação de interesse próprio do acionista ou do administrador, em prejuízo do interesse social.

O conflito substancial pode estar relacionado ao interesse próprio, ou ao interesse de outra sociedade, por ele controlada, que visa o administrador, com sua atuação, a beneficiar.

Para que se possa cogitar do conflito de interesse substancial, é indispensável que se examine o mérito do voto ou do ato, para verificar-se, concretamente, se o interesse social está ou não sendo sacrificado.

5 A distinção doutrinária entre conflito formal e material foi introduzida por AGOSTINO GAMBINO, "La Disciplina del Conflito di Interesse del Socio", *Rivista del Diritto Commerciale*. Padova: Piccin Nuova Libreria, v. I, 1969, p. 371. Entre nós, ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A...*, p. 92-94.

6 Ver os comentários ao art. 115 da Lei das S.A.

Assim, cabe a indagação relativamente ao mérito da incompatibilidade entre o exercício do voto e a matéria que é submetida à deliberação, daí decorrendo que sua análise é sempre realizada caso a caso⁷.

Da mesma forma que ocorre com o conflito de interesse do acionista⁸, nos casos em que a Lei das S.A. adota o critério do conflito de interesse formal do administrador, a proibição de intervir é absoluta, não dependendo do mérito da decisão ou das ações realizadas pelo administrador, como ocorre nas hipóteses de aquisição de bem que interessa à companhia, ou de utilização de informação privilegiada (artigo 155).

Já quando existe a vedação genérica à contratação em situação de conflito de interesse, estamos diante de um conflito substancial, constituindo a eventual ilegalidade do ato de administrador uma questão fática, a ser analisada diante do caso concreto.

Esse artigo não relaciona quais seriam as deliberações nas quais o administrador estaria formalmente impedido de participar, referindo-se genericamente às situações de conflito de interesse com a companhia. Assim, trata-se de uma situação de conflito de interesse substancial, em que deve ser feita uma análise do mérito da operação.

A Comissão de Valores Mobiliários, porém, embora com decisões conflitantes, tem entendido, na maioria delas, que o conflito é formal, presumido⁹ (p. 152)_10 (p. 153).

Não existe, na norma, vedação à contratação em situação de conflito de interesses, mas sim algumas exigências que devem ser atendidas para a legitimidade da operação. Obedecidas tais exigências, o administrador pode firmar contratos de qualquer natureza

7 LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 25; ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A...*, p. 92.

8 Ver os comentários ao art. 115 da Lei das S.A.

com a companhia, inclusive empréstimos, exceto no caso de uma

- 9 Sobre esse assunto, ver o voto proferido pelo diretor Wladimir Castelo Branco Castro no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2004/5494, j. em 16.12.2004, que foi seguido pelo Colegiado, do seguinte teor: “*A Lei das S.A., em seu art. 156 vedou aos administradores intervirem nas operações sociais em que tiverem interesse conflitante com o da companhia, bem como naquelas deliberações do conselho de administração que a esse respeito tomarem os demais administradores. (...) pode-se concluir que no caso dos administradores é vedada a participação do administrador em qualquer tratativa ou deliberação referente a uma determinada operação em que figure contraparte da companhia ou pela qual seja beneficiado. O disposto em tal § 1º deve ser lido, a meu juízo, como ‘ainda que o administrador não participe da deliberação, somente poderá contratar com a companhia...’ (...) Conclui-se, portanto, que o conflito de interesses é, no caso do art. 156 da Lei 5.404/76, presumido, isto é, independe da análise do caso concreto a sua aplicação, restando os administradores da companhia impedidos participar de qualquer tratativa ou deliberação referente a uma determinada operação em que figure como contraparte da companhia ou pela qual seja beneficiado, independentemente se está a se perseguir o interesse social ou não*”. Nesse mesmo sentido é o voto proferido (i) pelo diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, acompanhado por unanimidade, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/1443, j. em 21.03.2006: “*(...) Para os administradores, vige o conflito formal. Esse tratamento diferenciado vem do próprio texto legal que, além de vedar a participação nos atos relativos à operação, determina que o administrador revele o conflito. Adicionalmente, ao contrário do acionista, que pode agir no interesse próprio, essa faculdade não é conferida ao administrador, que age, sempre, no interesse da companhia ou da coletividade de seus acionistas. O § 1º do art. 156 estabelece a necessidade de comutatividade (condições razoáveis e equitativas) e liga-a não só às condições de mercado, mas também às condições em que a companhia contrataria com terceiros. Estabelece, portanto, critérios semelhantes ao *entire fairness* (*justiça integral*) ou o *intrinsic fairness* (*justiça intrínseca*), mencionados quando discuti o padrão de revisão da conduta do acionista controlador em operações em que tinha interesse”; (ii) pelo também Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza e acompanhado pelos demais membros do Colegiado, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 12/2001, j. em 12.01.2006: “*(...) o que se retira da discussão acima, é que, em nenhuma hipótese, a ele é facultado votar em deliberações que tenha interesses conflitantes com os da companhia, na forma do art. 156”; e (iii) no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 09/2006, Rel. Dir. Ana Dolores de Novaes, j. em 05.03.2013: “É por cenários como esse que a Lei Societária, buscando proteger a integridade da companhia, requer que o administrador não intervenha nas operações sociais em que estiver em conflito de interesses, não bastando observar a posteriori a não ocorrência de dano. Ele deve também informar aos demais administradores a natureza de seu conflito e a extensão de seu interesse na transação. Esta informação deve ser prestada levando-se em consideração todas as informações que um diretor não-conflitado julgaria relevante na decisão de fechar a transação”. Em sentido contrário, entendendo tratar-se de conflito substancial, ver o voto da, à época, Presidente da CVM**

instituição financeira¹¹.

Nas situações em que, após realizar uma avaliação do mérito da operação, o administrador concluir que sua aprovação poderá prejudicar interesse legítimo da companhia, ele deve se abster de participar da deliberação, cientificar os demais administradores e fazer constar da ata o seu impedimento. Assim, o negócio poderá ser aprovado apenas pelos administradores não interessados.

Recomenda-se, em tal situação, que o administrador revele aos demais administradores não interessados todos os detalhes da

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, proferido no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 25/03, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 25.03.2008, do seguinte teor: “*A meu ver, a leitura do art. 156 deixa claro que o administrador pode contratar com a companhia em situação de conflito de interesses, mas o exclui de todo o processo de tomada de decisão ou contratação do negócio, garantindo, dessa forma, que o processo de contratação será, do ponto de vista da companhia, pautado no seu melhor interesse. E, pelos §§ 1º e 2º daquele artigo, vê-se nitidamente que a preocupação do legislador foi a de garantir que o negócio celebrado pela companhia em situação em que o administrador possua interesse conflitante seja feito em bases equitativas. Nesse contexto, entendo que o art. 156 da Lei das S.A. necessariamente pressupõe a existência de interesse pessoal do administrador, concorrente e oposto ao interesse da companhia.*”

- 10 Analisando a questão sob um enfoque diferente, ver JULIAN FONSECA PEÑA CHEDIAK. “O Conflito de Interesses do Administrador de Sociedade Anônima: Uma Sugestão de Alteração no Enfoque do Tema”. In: Marcelo Vieira Von Adamek (Coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 409-417, que adota uma variação da teoria substancial, entendendo que o administrador, que não está impedido *a priori*, ao não declarar seu impedimento, estaria aumentando o grau de risco por ele assumido. Desse modo, ao tomar parte na deliberação, e agindo com duplo interesse, ele estaria aumentando o padrão de diligência que dele se exige. Por sua vez, ao se declarar impedido, “*o administrador que deixa de agir em nome da companhia e passa, naquele negócio, a apenas atuar em nome próprio, como contraparte, assume o risco de descumprir o § 1º do art. 156, ou seja, de ver o negócio anulado se não for realizado em condições razoáveis ou equitativas e de ter que devolver os benefícios que tiver percebido em razão de tal negócio*”.
- 11 A Lei nº 4.595/1964, em seu art. 43, veda os empréstimos ou adiantamentos aos administradores de instituições financeiras, que são tidos como ilícitos penais, nos termos do art. 15 c/c o art. 25 da Lei nº 7.492/1986, que define os crimes contra o sistema financeiro nacional.

operação, e não só abstenha-se de votar como também retire-se do recinto durante a deliberação.

Ademais, a contratação do administrador com a companhia somente é legítima se realizada em condições razoáveis, equitativas, idênticas às condições de mercado. Deve-se comparar a operação com outras semelhantes, praticadas no mercado, para que se possa verificar a equitatividade de suas condições. Se a operação está sendo realizada em condições de mercado, é indiferente para a companhia concluí-la com o administrador ou com terceiro. Não sendo possível a comparação, é recomendável a elaboração de um estudo técnico e independente, por consultor especializado, que ateste que o negócio está sendo feito em condições de mercado.

Assim, o negócio entre o administrador e a companhia em situação de conflito de interesse substancial somente é possível uma vez satisfeitos os 2 (dois) requisitos legais: (i) se houver aprovação pelos demais administradores; e (ii) se a operação for equitativa, em condições de mercado¹².

Deve ser observado que não há situação de conflito de interesse, seja formal, seja substancial, quando não está em jogo interesse pessoal, individual, do administrador. Assim, o administrador eleito por determinado grupo de acionistas, controladores ou minoritários, não está impedido de participar em deliberação referente a contrato a ser celebrado entre a companhia e aquele grupo¹³.

12 Em análise crítica da Lei das S.A. e da reforma legislativa de 2001, mediante a promulgação da Lei nº 10.303/2001, CALIXTO SALOMÃO FILHO. *O Novo Direito Societário*. 3ª edição, São Paulo: Malheiros, 2006, p. 91, prega a necessidade de uma solução orgânica ou estrutural para a questão do conflito de interesse, qual seja, a tentativa de resolver nos órgãos societários o problema, seja mediante a incorporação no órgão de todos os agentes que têm interesse ou sofrem as consequências, seja mediante a criação de órgãos independentes, que não possam ser influenciados pelos interesses em conflito.

13 No mesmo sentido, J. C. SAMPAIO DE LACERDA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 196. A CVM, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 25/2003, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 25.03.2008, decidiu no mesmo sentido.

Caso a operação, ainda que aprovada pelos administradores desinteressados, não seja realizada em condições de mercado, o negócio é anulável e o administrador será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido. Como se trata de negócio anulável, é possível a sua ratificação pela assembleia geral¹⁴, hipótese em que não terá cabimento a apreciação judicial da equitatividade de suas condições¹⁵.

DEVER DE INFORMAR

“Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

14 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 3, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 391-392.

15 ROBERT C. CLARK. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 160.

d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e, responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação,

as modificações em suas posições acionárias na companhia. (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)"

1. O PRINCÍPIO DA TRANSPARÊNCIA (*DISCLOSURE*)

A ampla divulgação de informações (o *disclosure*, ou transparência) constitui, desde os primórdios do moderno direito societário, um instrumento essencial de regulação das companhias, particularmente daquelas que recorrem ao mercado de capitais para o financiamento de suas atividades.

Para os acionistas de companhias abertas, a transparência das informações financeiras reduz o risco de atuação incompetente ou desonesta dos administradores, assim como de utilização de informações privilegiadas. Ademais, permite-lhes saber quem controla ou tem participações minoritárias relevantes na companhia. Para os credores, o *disclosure* também é fundamental, uma vez que lhes possibilita melhor avaliar o risco de negociar com uma entidade cuja única garantia é o seu próprio patrimônio, dado o princípio da responsabilidade limitada dos sócios. Para o mercado, a informação também é essencial, uma vez que o conhecimento da situação financeira da companhia permitirá a "precificação" dos títulos por ela emitidos.

Atualmente, há uma tendência crescente por parte das companhias de publicarem voluntariamente relatórios descrevendo suas políticas ambientais e sociais, tendo em vista a sua responsabilidade social¹.

Ademais, conforme vem sendo demonstrado, o *disclosure* pode desempenhar um importante papel de melhorar as práticas da chamada "governança corporativa"². Em primeiro lugar, permite que

1 PAUL DAVIES. *Gower and Davies: Principles of Modern Company Law*. 7th edition, London: Sweet and Maxwell, 2003, p. 531.

2 O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, na 4ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, define "governança

os acionistas, uma vez bem informados, possam melhor exercer o seu direito de voto, assim como fiscalizar de forma mais eficaz os administradores, no exercício de seus deveres fiduciários. Também apresenta efeitos positivos em alguns mecanismos essenciais de controle da gestão dos administradores: (i) a companhia é melhor avaliada no chamado “mercado de controle”; (ii) reduz-se o risco de os administradores atribuírem-se salários e outros benefícios despropositados; e (iii) obriga-se os administradores a submeter as suas políticas de captação de recursos e de investimentos ao permanente escrutínio do mercado³.

O *disclosure* é tido como o instrumento mais eficiente – e ao mesmo tempo menos intervencionista – na regulação do mercado de capitais. Após a crise de 1929, havia, nos Estados Unidos, país que posteriormente mais propagou as virtudes do sistema de *disclosure*, 2 (duas) linhas distintas de pensamento a orientar as reformas do *New Deal*. A primeira, cronologicamente, era a concepção corporativista, influenciada particularmente pelo fascismo italiano, que considerava superada a noção de mercado competitivo, pregando uma relação de cooperação entre o estado e empresas privadas. As “corporações” deveriam, com a colaboração do governo, dirigir os vários setores da economia. A segunda linha preconizava não

corporativa” como “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade”. Sobre esse assunto, ver LEONARDO BARÉM LEITE, “Governança Corporativa – Considerações sobre sua Aplicação no Brasil (Das ‘Limitadas’ às Sociedades Anônimas de Capital Pulverizado)”. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luís André N. de Moura Azevedo (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 506.

3 MERRIT B. FOX, “Required Disclosure and Corporate Governance”. In: Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Mark J. Roe, Eddy Wymeersch, and Stefan Prigge (Coord.). **Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research**. New York: Oxford University Press, 1998, p. 701 e seguintes.

a colaboração, mas a supervisão das empresas pelo governo, uma supervisão pública, mas de caráter judicial e casuístico. A legislação federal sobre títulos – *Securities Act* de 1933 e *Securities and Exchange Act* de 1934 – revelava uma forma de controle baseada na atuação de uma agência especializada, a *Securities and Exchange Commission*, cuja missão fundamental era a de promover uma política de ampla divulgação de informações por parte dos emissores de títulos. A concepção então vitoriosa, e até hoje predominante, na generalidade dos países, é de que a melhor forma de proteger os investidores é prestando-lhes as informações relevantes, para que eles possam livremente escolher onde alocar suas poupanças.

Assim, o Estado, por intermédio da agência reguladora – entre nós a Comissão de Valores Mobiliários –, não escolhe quais companhias podem ou não abrir o capital nem realiza exame de mérito sobre tais companhias e os títulos por elas publicamente ofertados, mas apenas obriga-as a divulgarem as informações previstas na legislação.

O regime jurídico da divulgação de informações é composto por normas que disciplinam o mercado de valores mobiliários e por normas que integram o direito societário. Um dos objetivos essenciais da legislação sobre o mercado é o de prover as informações necessárias à avaliação, pelos investidores, dos títulos ofertados. Como a maior parte dos títulos publicamente negociados é de ações e outros valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas, as normas que estabelecem a disciplina das informações provêm do direito societário e da legislação sobre mercado de capitais, às vezes uma repetindo ou sobrepondo-se à outra⁴.

Ainda que exista muita discussão sobre qual princípio deve prevalecer – se o da nacionalidade do emissor, o do local da transação ou o do domicílio do adquirente – é inequívoco que o *disclosure*

4 PAUL DAVIES. *Gower and Davies: Principles of Modern Company Law...*, p. 590.

também constitui o principal instrumento de regulação do mercado global de valores mobiliários⁵.

Os objetivos da norma são: (i) permitir o conhecimento dos valores mobiliários de propriedade dos administradores; (ii) facilitar o combate ao *insider trading*; e (iii) obrigar a divulgação dos fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia. Corresponde, tal dever, ao direito subjetivo dos acionistas e dos investidores do mercado de serem informados, constituindo instrumento indispensável à fiscalização da gestão dos negócios da companhia. A norma que trata do dever de informar está direcionada apenas aos administradores de companhias abertas, uma vez que, no caso das fechadas, não há interesses de investidores a serem tutelados⁶.

Ao assumir o seu cargo, deve o administrador de companhia aberta declarar o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, emitidas pela companhia, por sociedades por ela controladas ou do mesmo grupo de que seja titular.

O § 6º, introduzido pela Lei nº 10.303/2001, disciplina o dever de informar as modificações nas posições acionárias dos administradores, objetivando a prevenção do *insider trading*. Embora tal parágrafo exija apenas que o administrador indique as mudanças em

5 MERRITT B. FOX, "US Perspectives on Global Securities Market Disclosure Regulation: A Critical Review", *European Business Organization Law Review*. Cambridge: Asser Press, v. 3, 2002, p. 337-370.

6 O Código Penal, no art. 177, prevê o crime de ocultação de informação relevante, nos seguintes termos: "Art. 177. Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo em prospecto ou em comunicação pública, ou à assembleia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo: Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular. § 1º - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular: I - o diretor, o gerente, ou o fiscal de sociedade por ações que, em prospecto, relatório, parecer, balanço ou comunicação ao público ou à assembleia, faz afirmação falsa sobre as condições econômicas da sociedade ou oculta fraudulentamente, no todo ou em parte, fato a elas relativo; (...)".

suas "posições acionárias", mediante uma interpretação sistemática que o compatibilize com a redação do *caput*, conclui-se que o administrador deve declarar também as alterações nas suas posições em bônus de subscrição e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo⁷. Assim, pode-se saber se o administrador comprou ou vendeu valores mobiliários de emissão da companhia e em que momentos tais negociações ocorreram; se ele negociou antes da divulgação de fato relevante, presume-se que tivera acesso à informação privilegiada, podendo caracterizar-se o ilícito de *insider trading* (artigo 155).

O § 1º estabelece um elenco de informações que o administrador é obrigado a revelar, na assembleia geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social. Nos termos expressos da norma, tais esclarecimentos somente podem ser exigidos por ocasião da assembleia geral ordinária, uma vez que se referem ao exercício anterior, que está sendo objeto de apreciação, para a aprovação das respectivas contas, não em assembleias extraordinárias. A Lei das S.A. admitiu, em seu artigo 291, que a Comissão de Valores Mobiliários reduzisse, em função do capital social, a percentagem mínima estabelecida na norma⁸. As informações referem-se a valores mobiliários e opções de compra que tiver adquirido ou alienado no exercício anterior, direta ou indiretamente, da companhia ou de sociedades controladas ou do

7 Consta do item 13.5 do "Formulário de Referência" - que constitui o Anexo 24 à Instrução CVM nº 480/2009 - que os administradores devem: "Informar a quantidade de ações ou cotas direta ou indiretamente detidas, no Brasil ou no exterior, e outros valores mobiliários conversíveis em ações ou cotas, emitidos pelo emissor, seus controladores diretos ou indiretos, sociedades controladas ou sob controle comum, por membros do conselho de administração, da diretoria estatutária ou do conselho fiscal, agrupados por órgão, na data de encerramento do último exercício social".

8 O que foi feito por meio da Instrução CVM nº 164/1991, revogada pela Instrução CVM nº 165/1991, posteriormente alterada pela Instrução CVM nº 282/1998.

mesmo grupo, assim como os benefícios ou contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível⁹.

Ademais, pode o administrador ser obrigado a revelar, também na assembleia geral e a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social, quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia. A redação da norma (§ 1º, alínea “e”) pode causar interpretação equivocada; na realidade, conforme o § 4º, mais adiante analisado, a revelação deve ser imediata, não apenas por ocasião da assembleia geral.

Os administradores não podem deixar de prestar as informações solicitadas pelos acionistas previstas nas alíneas “a”, “b”, “c” e “d” do § 1º; não existe qualquer interesse legítimo da companhia a ser preservado na sua não revelação. A recusa na apresentação de tais informações caracteriza infração ao dever de informar, podendo acarretar sanções na esfera civil – ação de responsabilidade prevista no artigo 159 – e administrativa, mediante a instauração de processo administrativo sancionador por parte da Comissão de Valores Mobiliários.

Os esclarecimentos que forem prestados por ocasião da assembleia geral ficarão arquivados na sede da companhia e poderão, nos termos do § 2º, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa e fornecidos mediante cópia aos solicitantes. Não é necessário que os acionistas que pedirem as cópias demonstrem ter mais de 5% (cinco por cento) do capital social, exigência necessária apenas para a solicitação de informações. Tal matéria pode não constar em seu inteiro teor da ata, desde que a mesa, por deliberação da maioria dos acionistas presentes, ao ser

9 Sobre a divulgação dos salários dos administradores, a Instrução CVM nº 480/2009, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 488/2010, em seu Anexo 24, item 13.2, determina a obrigação de divulgação da “*remuneração reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal*”.

instalado o conclave, determine a adoção da ata sumária, nos termos do artigo 130.

Os atos e fatos revelados pelos administradores, por solicitação dos acionistas, somente podem ser utilizados no legítimo interesse da companhia e dos acionistas, de acordo com o § 3º. A solicitação de informações não pode ser motivada por fins estritamente pessoais, de emulação ou visando a constranger os administradores; em tais hipóteses caracteriza-se o abuso do minoritário.

2. DIVULGAÇÃO DE FATO RELEVANTE

O § 4º contém uma norma essencial no regime legal de divulgação de informações, que constitui o principal instrumento de proteção aos investidores do mercado de valores mobiliários.

Um dos objetivos básicos da regulação das companhias abertas e do mercado de capitais é o de fazer com que o mercado apresente eficiência na determinação do valor dos títulos negociados (a sua cotação em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão). O ideal, do ponto de vista econômico, é que a cotação dos títulos reflita unicamente as informações publicamente disponíveis. Eficiência, nesse sentido, significa a capacidade de reação das cotações às novas informações; assim, quanto mais rápida for a reação, mais eficiente, em princípio, será o mercado. Tal objetivo é implementado mediante uma legislação de *disclosure*, por meio da qual busca-se dotar todos os investidores, ao mesmo tempo, das informações necessárias para que possam avaliar os riscos e méritos de cada oportunidade de investimento. Ademais, quanto mais rápida for a divulgação de informações, menor será a possibilidade de sua utilização indevida por parte dos *insiders*.

Assim, a Lei das S.A. determina a imediata divulgação das informações relevantes, para que todos possam ter acesso a elas ao mesmo tempo, de forma a tornar mais eficiente o processo de

formação de preços dos valores mobiliários negociados e a reduzir as possibilidades de *insider trading*.

Há informações de 2 (duas) ordens que devem ser objeto de imediata comunicação à Bolsa de Valores e divulgação pela imprensa: (i) deliberações das assembleias gerais ou dos órgãos de administração; ou (ii) fato relevante, ocorrido nos negócios da companhia, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter os valores mobiliários de emissão da companhia.

A ata da assembleia geral ordinária será sempre objeto de publicação¹⁰. A deliberação da assembleia geral extraordinária que tiver por objeto a reforma do estatuto, para valer contra terceiros, também deverá ser publicada¹¹. As publicações devem ser feitas no órgão oficial de imprensa e em outro jornal de grande circulação, devendo ainda as companhias abertas disponibilizar as informações pela rede mundial de computadores^{12,13}. As atas das reuniões do conselho de administração que contiverem deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros também deverão ser publicadas (artigo 142).

Não se confunde a divulgação com a publicação, uma vez que este artigo e o artigo 289 disciplinam hipóteses distintas e dirigem-se a diferentes destinatários. O § 4º deste artigo destina-se aos administradores, tendo em vista o seu dever de divulgar pela imprensa os fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia. Já o artigo 289 estabelece o regime das publicações que devem ser feitas pela companhia, no curso normal de suas atividades. A divulgação de fatos relevantes deve ser realizada no mesmo jornal de

10 Ver os comentários aos arts. 131, 132 e 134 da Lei das S.A.

11 Ver os comentários ao art. 135 da Lei das S.A.

12 Ver os comentários ao art. 289 da Lei das S.A.

13 Ver os arts. 21, 30 e 31 da Instrução CVM nº 480/2009, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 488/2010 e 561/2015.

grande circulação onde são feitas as publicações da companhia, não havendo necessidade de sua publicação por meio da imprensa oficial¹⁴.

Há 3 (três) questões básicas referentes à necessidade de se divulgar os fatos relevantes: (i) quando uma informação pode ser tida como relevante; (ii) em que momento a informação deve ser divulgada; e (iii) em que circunstâncias a informação relevante pode legitimamente não ser objeto de divulgação.

Com relação à primeira questão, a Lei das S.A. seguiu o padrão normativo da regulação sobre mercado de capitais norte-americana¹⁵. Assim, define como fato relevante aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter valores mobiliários de emissão da companhia. Trata-se de uma norma flexível, a ser analisada diante de cada caso concreto; o fato é relevante se a sua divulgação provavelmente ocasionar um impacto sobre a cotação dos valores mobiliários no mercado¹⁶. O administrador deve indagar-se: se eu fosse um investidor médio levaria em conta tal fato para comprar ou vender os valores mobiliários? Uma vez divulgado o fato, poderá ele ter algum impacto sobre a cotação dos papéis? Sendo afirmativa qualquer uma das respostas, ou mesmo havendo dúvidas, em tese prevalece o princípio da transparência, cabendo a divulgação dos fatos.

A regulamentação administrativa da Comissão de Valores Mobiliários considera relevante qualquer decisão do acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político,

14 Conforme decisão proferida pela CVM, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/1574, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 22.08.2006.

15 Rule 10 b-5 da *Securities and Exchange Commission*.

16 Conforme já decidiu a CVM, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/4776, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 17.01.2007, o administrador deve fazer um juízo de valor sobre a probabilidade de que determinado fato, uma vez divulgado, cause impacto na decisão dos investidores, de sorte que a sua análise deve centrar-se na “potência” do impacto, não sobre o real impacto, que só conhecerá após a divulgação.

administrativo, técnico, negocial ou econômico financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios da companhia que possa influir de modo ponderável: (i) na cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados (caso de derivativos); (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter os valores mobiliários; e (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos enquanto titulares dos valores mobiliários¹⁷.

Também estabelece a regulamentação administrativa da Comissão de Valores Mobiliários uma série de exemplos de atos ou fatos que, em regra, devem ser considerados relevantes, como: (i) transferência de controle acionário da companhia; (ii) decisão de fechar o capital da companhia; (iii) incorporação, fusão ou cisão; (iv) renegociação de dívidas; (v) aquisição de ações para tesouraria; e (vi) mudança de projeções divulgadas pela companhia, etc.¹⁸. Trata-se de enumeração exemplificativa, cujo objetivo é apenas facilitar a identificação de possíveis atos ou fatos relevantes. Assim, por exemplo, uma renegociação de dívidas em valores inexpressivos, dado o patrimônio da companhia, não constituirá fato relevante, por não apresentar qualquer materialidade. Ademais, um mesmo fato envolvendo 2 (duas) companhias, de porte substancialmente diverso, pode constituir fato relevante para uma, mas não para a outra¹⁹.

A segunda questão refere-se ao momento em que deve ser divulgado o fato relevante. A sua divulgação deve ser oportuna, em atenção ao princípio consagrado no direito norte-americano do *timely disclosure*, também adotado entre nós²⁰. Assim, tão logo a administração conclua estar diante de fato relevante, cabe a sua comunicação à Bolsa de Valores e divulgação pela imprensa, mediante

17 Art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002.

18 Art. 2º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002.

19 Ver, a propósito, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/1079, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 10.07.2007.

20 ROBERT C. CLARK. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 270.

o anúncio usualmente intitulado “fato relevante”. Tratando-se de companhia cujas ações são negociadas em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado é recomendável que a divulgação do “fato relevante” seja feita antes da abertura dos negócios, de sorte a permitir que as cotações possam, desde o início das transações, refletir as novas informações.

Nem sempre é fácil, porém, concluir-se em que momento determinadas negociações para aquisição de controle de companhia aberta ou sua reorganização societária, por exemplo, já apresentam um mínimo de materialidade, capaz de caracterizá-las como fatos relevantes.

A partir de decisões de tribunais norte-americanos, chegou-se a um “teste de relevância”, com base em juízo de probabilidade e magnitude: se é bastante provável que a operação será concluída e trará impactos significativos sobre os negócios da companhia, afetando a cotação de seus valores mobiliários, já existe um fato relevante, cabendo a sua divulgação²¹.

Mesmo que as negociações ainda estejam em curso, não existindo certeza de que serão concluídas a contento, os administradores podem entender que cabe a sua divulgação, na etapa em que se encontram. No caso, informam que estão em andamento tais ou quais tratativas e que, uma vez mais avançadas ou encerradas, as novas informações serão comunicadas ao público.

3. SIGILO SOBRE FATO RELEVANTE

Ainda que a norma determine a imediata divulgação do fato relevante, caso os administradores entendam que a sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, poderão optar pelo sigilo. Tal pode ocorrer quando estiverem convictos de que a divulgação comprometerá determinada negociação, ou quando

21 Ver os comentários ao art. 155 da Lei das S.A.

tratar-se de segredo industrial que, uma vez divulgado, favorecerá concorrentes. É inequívoco que se trata de decisão empresarial, que compete aos administradores e acionistas controladores; caso a operação seja mantida sob total sigilo, não ocorrendo o “vazamento” da informação, descabe qualquer responsabilidade na esfera cível ou administrativa.

O sigilo a respeito de fato relevante constitui exceção à regra geral, que consagra o *disclosure*. Conforme a regulamentação administrativa²², o sigilo não pode ser mantido caso a informação escape ao controle da companhia ou ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia. Assim, se determinada informação, ainda sigilosa, é objeto de matérias na imprensa ou de boatos que circulam no mercado, deve a companhia divulgar uma declaração clara, confirmando ou negando a notícia²³.

4. RESPONSABILIDADE DO DIRETOR DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES

Cabe ao “diretor de relações com investidores”, cargo obrigatório nas companhias abertas, a responsabilidade pela prestação das informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários, sem prejuízo da eventual responsabilidade do emissor, controlador e outros administradores da companhia²⁴. Assim,

22 Art. 6º da Instrução CVM nº 358/2002.

23 Consta da Nota Explicativa nº 28/1984 que: “Quando houver boatos ou rumores no mercado que estejam afetando a negociação dos valores mobiliários da companhia, uma declaração franca e clara deve ser dada, seja para negar ou confirmar a notícia. Caso os boatos ou rumores sejam indicadores de vazamento de informação relativa a ato ou fato relevante, a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento”.

24 A Instrução CVM nº 480/2009, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários, estabelece, em seu art. 44, que o “emissor deve atribuir a um diretor estatutário a função de relações com investidores”, dispondo, em seu art. 45, que cabe a esse diretor a responsabilidade “pela prestação de todas as

devem os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, comunicar ao “diretor de relações com investidores” qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos negócios da companhia de que tenham conhecimento. Este, por sua vez, deverá promover a sua divulgação ao mercado e a comunicação à Comissão de Valores Mobiliários e, se for o caso, à Bolsa de Valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação²⁵⁻²⁶. Se o “diretor de relações com investidores” omitir-se no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação e o acionista controlador ou os membros dos órgãos referidos tiverem conhecimento pessoal do ato ou fato relevante e constatarem tal omissão, são obrigados a comunicá-lo à Comissão de Valores Mobiliários sob pena de virem a ser responsabilizados²⁷.

A Comissão de Valores Mobiliários e a Bolsa de Valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação podem, a qualquer tempo, exigir do “diretor de relações com investidores” esclarecimentos adicionais à comunicação e à divulgação de ato ou fato relevante²⁸.

informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários. Por sua vez, o art. 46 da referida Instrução, prevê: “A responsabilidade atribuída ao diretor de relações com investidores não afasta eventual responsabilidade do emissor, do controlador e de outros administradores do emissor pela violação das normas legais e regulamentares que regem o mercado de valores mobiliários”.

25 Ver o § 1º e *caput* do art. 3º da Instrução CVM nº 358/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 547/2014.

26 A divulgação ao mercado deverá ser feita de forma simultânea a todos os mercados nos quais os valores mobiliários da companhia estejam admitidos a negociação, por qualquer meio de comunicação, nos termos do § 3º do art. 3º da Instrução CVM nº 358/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 547/2014.

27 Ver o § 2º do art. 3º da Instrução CVM nº 358/2002.

28 Art. 4º da Instrução CVM nº 358/2002.

RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES

"Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.

§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, ao conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia geral.

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato à assembleia geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para

outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto."

No sistema de Direito Societário Brasileiro, os administradores não são considerados mandatários, mas sim órgãos da sociedade. Desde a edição do Decreto-Lei nº 2.627/1940, adotou-se entre nós a teoria organicista da administração, de sorte que o vínculo existente entre administrador e companhia é baseado na representação orgânica¹. A condição de administrador decorre não de um mandato da sociedade, mas do ato jurídico unilateral de sua nomeação, mediante o qual lhe são atribuídos poderes e deveres que o qualificam como órgão social². Enquanto órgão, o administrador "presenta" a companhia; é o órgão quem pratica os atos que entram no mundo jurídico como atos da pessoa jurídica³. Como órgão, o administrador, diversamente do que ocorre com o mandatário ou o prestador de serviços, não é terceiro em relação à sociedade, mas é a própria sociedade, manifestando sua vontade e exercendo sua capacidade de agir⁴.

Na qualidade de órgãos da companhia, os administradores têm as suas atribuições e poderes decorrentes da lei, não de um mandato. A sua responsabilidade deflui, assim, não de inadimplemento a contrato, mas de infração à lei ou ao estatuto, tratando-se, pois, de responsabilidade aquiliana, delitual ou *ex lege*. O dever de indenizar os danos que causam à companhia é consequência da infração a dispositivos legais ou estatutários.

1 Ver os comentários ao art. 138 da Lei das S.A.

2 ORLANDO GOMES, "Responsabilidade dos Administradores de Sociedades por Ações", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 8, Ano XI, 1972, p. 11-12.

3 PONTES DE MIRANDA. *Tratado de Direito Privado*. t. I, 3ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984, p. 385.

4 LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 147.

Quais as funções do sistema de responsabilidade civil dos administradores?

Em primeiro lugar, como ocorre na responsabilidade civil em geral, tem a função de reparação de dano, mediante a qual o sistema jurídico visa a propiciar ao lesado a recomposição de seu patrimônio. A responsabilidade civil, em quase todos os sistemas legais, sofreu uma evolução importante a partir do início do século XX, perdendo o seu caráter sancionador em prol da função reparadora, como instrumento de manutenção do equilíbrio social nas relações privadas de natureza patrimonial.

Em segundo lugar, conforme vem sendo crescentemente observado, o sistema de responsabilidade civil também constitui um meio de controle da atuação dos administradores, os quais, por ocuparem um órgão de gestão, com grande autonomia, concentram um importante poder decisório; mediante tal sistema, assim, busca-se um equilíbrio entre poder e responsabilidade⁵. As normas sobre a responsabilidade dos administradores buscam impedir que eles exerçam seus poderes em proveito próprio ou de forma negligente. Verifica-se, em alguns países, particularmente nos Estados Unidos, a aplicação da teoria do "cidadão Ministério Público", que prega a criação de incentivos à proposição de ações de responsabilidade civil, que são vistas não só como instrumento de recomposição de danos, mas também como fator de prevenção de condutas ilegais⁶⁻⁷.

A norma estabelece os princípios essenciais na matéria: (i) a irresponsabilidade do administrador pelos atos regulares de gestão;

5 FERNANDO SÁNCHEZ CALERO. *Los Administradores de las Sociedades de Capital*. 2ª edição, Pamplona: Arazandi, 2007, p. 308.

6 ANDRÉ TUNC. *La Responsabilité Civile*. Paris: Economica, 1981, p. 84.

7 O § 2º do art. 246 da Lei das S.A., ao prever um prêmio de 5% (cinco por cento) ao autor da ação de responsabilidade civil contra a sociedade controladora pelos danos causados à controlada, assim como honorários advocatícios de 20% (vinte por cento), constitui típico exemplo de incentivo à proposição de demandas, no caso contra o controlador, não contra o administrador.

e (ii) a sua responsabilidade civil quando, dentro de suas atribuições, atuar com culpa ou dolo, ou quando agir com violação da lei ou do estatuto.

O administrador não é pessoalmente responsável por obrigações assumidas pela companhia em virtude de ato regular de gestão, caso em que apenas a companhia responde; como o administrador atua como órgão da sociedade, é ela quem pratica o ato e contrai a obrigação. A expressão "ato regular de gestão" não foi definida na Lei das S.A., devendo, como tal, ser entendido aquele praticado nos limites das atribuições dos administradores e sem violação da lei ou do estatuto social. Assim, serão irregulares os atos em violação da lei ou do estatuto, como, por exemplo, se o administrador, visando à obtenção de vantagem, deixar de aproveitar oportunidade de negócio de interesse da companhia, infringindo o artigo 155, hipótese em que responderá pessoalmente pelos danos causados à companhia, por ter praticado ato irregular de gestão.

Trata-se, a menção ao ato regular de gestão, de uma tautologia incorrida pelo legislador. Com efeito, confundem-se o ato irregular de gestão e o ato praticado com violação da lei ou do estatuto, não havendo, pois, necessidade de 2 (dois) conceitos jurídicos para a mesma situação⁸. Bastaria ter a Lei das S.A. mencionado que o administrador só é pessoalmente responsável quando agir com infração à lei ou ao estatuto.

Ainda que o ato do administrador cause danos à companhia, ele somente poderá ser pessoalmente responsabilizado se ficar demonstrado que as decisões que adotou foram tomadas com má fé, ou mediante ato ilícito⁹. Assim, ele não responde pelo eventual

8 JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, "Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 42, abril-junho, 1981, p. 73.

9 Ver os comentários ao art. 159 da Lei das S.A., em particular à *business judgement rule*, consagrada em seu § 6º.

insucesso do empreendimento, exceto se for ele resultante de falta de diligência ou de atos ilegais.

Também não responde o administrador pelo inadimplemento de obrigação tributária da companhia, exceto se ficar demonstrado que agiu dolosamente, fraudulentamente ou com excesso de poder, uma vez que tal obrigação é da pessoa jurídica¹⁰.

1. RESPONSABILIDADE OBJETIVA OU SUBJETIVA

O administrador responde pessoalmente quando: (i) embora atuando dentro de suas atribuições ou poderes, agir com culpa ou dolo; e (ii) quando violar a lei ou o estatuto.

Qual a razão para o tratamento dicotômico (e um tanto confuso) previsto no *caput* e nos incisos I e II, que praticamente repetem o artigo 121 do Decreto-Lei nº 2.627/1940? A melhor explicação doutrinária parece ser a de que o legislador teria não apenas explicitado as hipóteses de responsabilidade civil, mas, também, pretendido definir as diferentes situações em que o ato do administrador vincularia a ele, à companhia ou a ambos diante de terceiros. Assim, a Lei das S.A. teria estabelecido as seguintes regras: (i) não responde o administrador pessoalmente pelas obrigações que contrair para a sociedade em virtude de ato regular de gestão; e (ii) o administrador é responsável pelos prejuízos quando culposamente descumprir dever legal ou estatutário, sendo que, nesta última situação: (a) os atos praticados dentro de suas atribuições obrigam a sociedade

10 Nesse sentido, ver as seguintes decisões do Superior Tribunal de Justiça: (i) 2ª Turma, nos autos do Recurso Especial nº 397.074-BA, Rel. Min. Eliana Calmon, j. em 12.03.2002, publicada no DJU em 22.04.2002 e na **Revista do Superior Tribunal de Justiça**. Brasília: STJ, v. 163, março, 2003, p. 226-232; (ii) 1ª Turma, nos autos do Recurso Especial nº 260.524-RS, Rel. Min. Humberto Gomes de Barros, j. em 14.08.2001, publicada no DJU em 01.10.2001; (iii) 2ª Turma, nos autos do Recurso Especial nº 174.532-PR, Rel. Min. Francisco Peçanha Martins, j. em 27.06.2000, publicada no DJU em 21.08.2001; e (iv) 2ª Turma, nos autos do Recurso Especial nº 121.021-PR, Rel. Min. Nancy Andrighi, j. em 15.08.2000.

perante terceiros; e (b) os atos praticados fora de suas atribuições, em princípio, não vinculam a companhia perante terceiros, sendo de exclusiva responsabilidade do administrador, exceto se: forem ratificados posteriormente, trouxerem vantagem para a companhia, ou se impuser sua preservação para amparar a posição de terceiros (como pode ocorrer com atos *ultra vires* ou praticados com excesso de poderes pelo administrador)¹¹.

Discute-se tradicionalmente na doutrina sobre a natureza da responsabilidade do administrador, se subjetiva ou objetiva. Na responsabilidade subjetiva, devem estar presentes 4 (quatro) elementos: (i) o dano certo e de ordem patrimonial sofrido por aquele que busca a sua reparação; (ii) o ato ilícito; (iii) o nexo de causalidade entre o dano e a conduta antijurídica; e (iv) o dolo ou a culpa, ou seja, a intenção de provocar o dano ou a falta de cautela para evitar que ele ocorresse. Já na responsabilidade objetiva, não há necessidade de se investigar o elemento subjetivo; caracterizado o nexo de causalidade entre o dano e o ato ilícito, o agente responderá objetivamente, independentemente de sua culpa ou dolo.

A hipótese prevista no inciso I trata da responsabilidade subjetiva, uma vez que menciona a Lei das S.A. expressamente a necessidade de estar presente a culpa ou o dolo. Tendo o administrador atuado dentro de suas atribuições, não se presume a sua responsabilidade, cabendo ao autor da ação de perdas e danos provar o elemento subjetivo.

A alusão à “culpa ou dolo” corresponde à culpa civil¹²; a expressão “culpa” deve ser entendida como violação de um dever jurídico, abrangendo não só as condutas negligentes, imperitas ou imprudentes (culpa *strictu sensu*) como, também, os atos dolosos, aqueles praticados com o intuito deliberado de violar um dever jurídico.

11 MARCELO VIEIRA VON ADAMEK. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 221.

12 Art. 186 do Código Civil.

Para a caracterização da culpa deve recorrer-se ao *standard* do dever de diligência¹³. Com efeito, se o administrador atuou dentro de seus poderes ou atribuições, a sua responsabilidade pessoal decorrerá da comprovação de que sua conduta foi incompatível com a diligência que dele se espera, a partir de um juízo de culpabilidade. O comportamento doloso pode verificar-se quando o administrador, agindo dentro de suas atribuições, busca deliberadamente prejudicar a companhia, firmando, por exemplo, um contrato lesivo aos seus interesses.

O ato praticado dentro das atribuições e poderes do administrador constitui aquele que não só está inserido no âmbito da sua competência legal e estatutária, como, também, do objeto social. Se o administrador causa, com seu comportamento, atuando nos limites legais e estatutários, assim como de acordo com o objeto social, porém, de forma não diligente, um dano à companhia, será obrigado a repará-lo, desde que provada a sua culpa.

O inciso II estabelece a responsabilidade pessoal do administrador quando viola a lei, aqui entendida em sentido amplo, ou seja, qualquer norma jurídica, legal ou regulamentar, ou o estatuto. Ficando caracterizado o ato ilícito, há uma presunção – relativa – de sua culpa¹⁴, invertendo-se o ônus da prova; assim, caberá ao admi-

13 Ver os comentários ao art. 153 da Lei das S.A.

14 Esta é a posição da maior parte dos doutrinadores: JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Responsabilidade Civil do Diretor de S.A.". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. v. 2, 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 405; NELSON EIZIRIK. *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 104; LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, "Sociedade por Ações. Atos Praticados por seus Diretores, em Razão de Administração – Responsabilidade Dasquelas e Destes, Solidariamente, se Agirem com Culpa ou Contrariamente aos Estatutos Sociais", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 2, 1971, p. 74; J. C. SAMPAIO DE LACERDA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 206; JOSÉ EDWALDO TAVARES BORBA. *Direito*

nistrador demonstrar que, embora tenha violado a lei ou o estatuto, agiu sem culpa ou dolo. Pode o administrador demonstrar que agiu contrariamente à lei ou ao estatuto por ser a única alternativa viável, diante das circunstâncias, para atender ao interesse social¹⁵.

Quando o administrador pratica ato regular de gestão, apenas a companhia responde pelos danos eventualmente causados, não havendo qualquer responsabilidade sua. Se o administrador, embora praticando ato regular de gestão, agir com culpa ou dolo, a companhia responde solidariamente pelos danos, podendo depois propor ação regressiva contra ele. Tal se dá porque nas 2 (duas) hipóteses o administrador atua como órgão da companhia.

Já quando o administrador age com violação da lei ou do estatuto, a sociedade não responde pelos danos, exceto se: (i) houver tirado proveito do ato; (ii) houver ratificado o ato; ou (iii) o prejudicado for terceiro de boa fé¹⁶ (p. 178). Em tais hipóteses, evidentemente a companhia terá ação regressiva contra o administrador¹⁷ (p. 178).

Societário. 13ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 434-435; ALARICO SILVEIRA NETO, "Responsabilidade dos Administradores e Acionista Controlador por Obrigações da Sociedade", *Revista Forense*. Rio de Janeiro: Forense, v. 288, outubro-dezembro, 1984, p. 109-110. Em posição isolada encontra-se MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 3, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 434-435, que considera objetiva a responsabilidade do administrador. FÁBIO ULHOA COELHO. *Curso de Direito Comercial*. v. 2, 13ª edição, São Paulo: Saraiva, 2009, p. 259-260 e 268-271, por sua vez, sustenta que, nas 2 (duas) hipóteses elencadas pelo art. 158 da Lei das S.A., a responsabilidade civil dos administradores tem natureza subjetiva, do tipo clássico, sem inversão do ônus da prova.

15 PAULO SALVADOR FRONTINI, "Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova Lei das Sociedades por Ações", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 26, 1977, p. 46; NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 483.

2. RESPONSABILIDADE INDIVIDUAL OU SOLIDÁRIA

Em regra, a responsabilidade do administrador é individual. A Lei das S.A. prevê, excepcionalmente, a responsabilidade solidária, quando o administrador: (i) for conivente, negligente na descoberta do ilícito, ou se deixar de agir para impedir a sua prática; (ii) não cumprir os deveres legais para assegurar o funcionamento regular da companhia; ou (iii) não comunicar à assembleia geral infrações cometidas por predecessor ou por outro administrador com atribuições e poderes específicos.

Em princípio, não há solidariedade estabelecida objetivamente, sem culpa ou pelo fato de outrem. Assim, o administrador não responde pelo ato de outro pelo simples fato de integrar o mesmo órgão, ainda que colegiado. Para ser solidariamente responsável é necessário que ele tenha descumprido a lei ou o estatuto; se o administrador negligencia em descobrir determinado ilícito, estará pessoalmente descumprindo o dever de lealdade, daí resultando o concurso de comportamentos antijurídicos¹⁸.

16 DANIELA ZAITZ, “Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas e por Quotas de Responsabilidade Limitada”, *Revista dos Tribunais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 740, junho, 1997, p. 32.

17 Em 1º de agosto de 2013, foi sancionada a Lei nº 12.846, que dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, que tornou-se conhecida como “Lei Anticorrupção”. Sobre a responsabilidade dos administradores, consta do art. 3º que: “Art. 3º A responsabilização da pessoa jurídica não exclui a responsabilidade individual de seus dirigentes ou administradores ou de qualquer pessoa natural, autora, coautora ou partícipe do ato ilícito. § 1º A pessoa jurídica será responsabilizada independentemente da responsabilização individual das pessoas naturais referidas no caput. (...) § 2º Os dirigentes ou administradores somente serão responsabilizados por atos ilícitos na medida da sua culpabilidade”. Sobre esse assunto, ver MODESTO CARVALHOSA. *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas*. São Paulo: Thomson Reuters – Revista dos Tribunais, 2015.

18 MARCELO VIEIRA VON ADAMEK. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas...*, p. 237.

O conselho de administração constitui órgão de deliberação colegiada (artigo 138); assim, a eficácia da sua manifestação de vontade depende de um ato coletivo, a deliberação, que vincula os seus membros. Não há, em princípio, manifestação individual da vontade de cada conselheiro, senão para formar a vontade coletiva. Da prática de atos irregulares por parte do órgão decorre a responsabilidade solidária de todos os seus membros. Para desonerar-se da responsabilidade o conselheiro deve consignar em ata sua discordância ou dar ciência por escrito ao órgão, ao conselho fiscal ou à assembleia geral.

A responsabilidade solidária dos conselheiros ocorre quando há uma deliberação ilegal, ou algum comportamento omissivo, por exemplo, na fiscalização dos diretores. Eventuais atos ilegais praticados por um conselheiro, fora do âmbito do órgão, que não chegam ao conhecimento dos demais, não acarretam a sua responsabilidade solidária. Assim, por exemplo, se um conselheiro tem acesso a informação privilegiada e a utiliza em proveito próprio ou de terceiro, a sua responsabilidade será individual. Os demais conselheiros somente poderão ser responsabilizados se ficar demonstrado que foram negligentes no “vazamento” da informação ou na apuração do ato ilícito.

A diretoria não constitui órgão colegiado, tendo cada diretor, individualmente, funções e atribuições próprias, na representação e administração ordinária da companhia. Assim, em princípio, não há solidariedade entre os diretores, que respondem pelos atos praticados na sua esfera de competência individual.

Ainda que o estatuto social seja omissivo a respeito das atribuições individuais de cada diretor, não há responsabilidade solidária, em princípio, podendo-se provar, mediante organogramas, descrições de cargo, etc., as atribuições individuais¹⁹. Somente se ficar provada a

19 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas...*, v. 3, p. 429-430; ALARICO SILVEIRA NETO, “Responsabilidade dos Administradores e Acionista Controlador por Obrigações da Sociedade”, *Revista Forense...*, v. 288, p. 110.

negligência, a omissão ou o conluio, haverá responsabilidade solidária entre os diretores, decorrente da infração ao dever de diligência.

A Lei das S.A. consagra, genericamente, no § 2º deste artigo, a responsabilidade solidária no caso de infração aos deveres impostos para assegurar o funcionamento normal da companhia. Tais deveres são, por exemplo, os de elaborar e publicar as demonstrações financeiras, convocar a assembleia geral, promover o arquivamento dos atos na Junta Comercial, prestar as informações solicitadas pelos acionistas em assembleia geral, dentre outros.

Na companhia aberta, como se presume a especialização das funções, a responsabilidade é individual, daí decorrendo que, no que tange aos deveres acima mencionados, a solidariedade somente ocorre entre os administradores que têm atribuição específica de atendê-los. Assim, por exemplo, a não divulgação em tempo hábil de fato relevante acarretará, em princípio, a responsabilidade do “diretor de relações com investidores”²⁰.

3. RESPONSABILIDADE DOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Compete aos membros do conselho de administração a fiscalização da gestão dos diretores (artigo 142), daí decorrendo a sua responsabilidade por culpa *in vigilando*. Em princípio, os conselheiros somente podem ser responsabilizados se os atos ilícitos dos diretores chegarem ao seu conhecimento, salvo se forem coniventes, se negligenciarem na sua apuração ou se, tendo deles conhecimento, não agirem para impedir a sua prática. Com efeito, o dever de fiscalização deve ser interpretado à luz da função principal do conselho de administração, que é a de definir as políticas e estratégias gerais da companhia, não lhe cabendo a sua administração ordinária, de

20 Ver, a propósito, o art. 3º c/c o art. 11 da Instrução CVM nº 358/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 449/2007 e 547/2014.

competência dos diretores²¹. Não se confunde também o dever geral de fiscalizar a gestão dos diretores com o exercício de atividade de natureza “policial”, de investigação de todos os seus atos, o que poderia inviabilizar o desenvolvimento dos negócios sociais.

O atendimento à obrigação de fiscalizar pauta-se pelo *standard* do dever de diligência (artigo 153), que tem como um de seus postulados o de que os membros do conselho de administração têm o direito de confiar nos diretores, cabendo-lhes investigar seus atos apenas quando presentes as chamadas *red flags*, ou seja, sinais de que estão praticando atos ilegais ou contrários ao estatuto. O excesso de fiscalização dos diretores, impedindo-os de se dedicarem prioritariamente às suas atividades de gestão ordinária da companhia, pode ser tão nocivo quanto a ausência de fiscalização.

Ainda que a responsabilidade dos membros do conselho de administração seja coletiva, a realidade da gestão empresarial ocasiona o reconhecimento de graus diversos de sua aferição, tendo em vista a posição funcional por eles ocupada na companhia. Assim, distingue-se o conselheiro *insider* do *outsider*. O primeiro é aquele que também ocupa cargo de diretor ou é acionista controlador, tendo maior acesso a todas as informações da companhia; o *outsider*, principalmente se for um conselheiro independente, não vinculado ao controlador, em geral só toma conhecimento dos fatos levados ao seu conhecimento, não podendo, em princípio, sofrer os efeitos da solidariedade imputável aos conselheiros *insiders*.

Qualquer terceiro – membro de outro órgão de administração, assessor ou simples cúmplice – que concorrer com o administrador para a prática do ilícito é solidariamente responsável. Podem propor a ação de responsabilidade a companhia ou seus substitutos processuais, desde que demonstrado o dano efetivo, patrimonialmente ressarcível (artigo 159).

21 Ver, a propósito, a decisão do Colegiado da CVM proferida no Inquérito Administrativo CVM nº 32/1999, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. em 05.12.2001.

AÇÃO DE RESPONSABILIDADE

“Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

§ 1º A deliberação poderá ser tomada em assembleia geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembleia geral extraordinária.

§ 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta a ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembleia.

§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia geral.

§ 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

§ 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

§ 6º O juiz poderá reconhecer exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa fé e visando ao interesse da companhia.

§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.”

1. A AÇÃO SOCIAL

Quando o administrador causa danos à companhia, pode ela mover-lhe ação de responsabilidade civil, com vistas à recomposi-

ção de seu patrimônio. Trata-se da ação social, uma vez que objetiva preservar o interesse social e é a companhia a beneficiária de seu resultado. Está legitimada a movê-la a própria companhia, por si, quando é chamada ação social *ut universi*, ou por intermédio de seus acionistas, quando é denominada ação social *ut singuli*¹.

O fundamento da ação é a preservação do interesse social, não podendo tal medida servir ao eventual interesse individual de acionista minoritário de afastar administrador que não lhe seja simpático; em tal hipótese caracteriza-se o exercício abusivo do direito de voto (artigo 115).

A companhia não é obrigada a mover a ação de responsabilidade contra seus administradores, ainda que haja indícios de que atuaram de forma ilegal. Trata-se de decisão soberana da assembleia geral, que deve pesar: (i) a gravidade do eventual ato ilícito; (ii) os danos efetivamente causados ao patrimônio social; (iii) os custos e benefícios da propositura da ação; e (iv) as reais possibilidades de êxito na demanda.

2. DELIBERAÇÃO DA ASSEMBLEIA GERAL

Constitui requisito legal, essencial e imprescindível para a propositura da ação de responsabilidade civil do administrador a realização de assembleia geral que previamente delibere a respeito². Assim, a deliberação, conforme já observado, é condição de procedibilidade da ação, seja pela própria companhia, seja por acionistas³. Tal deliberação, porém, não necessita delimitar a pretensão a ser

1 Sobre a legitimidade para propor a ação, ver TIAGO ASFOR ROCHA LIMA, “A Legitimidade Ativa e Passiva nas Ações de Responsabilidade Civil Contra Administrador e o Controlador na Lei das S/A”, In: Flavio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira (Coord.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 711-724.

2 A esse respeito, ver decisão da 3ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, proferida nos autos do Agravo de Instrumento nº 990.10.147539-1, Rel. Des. Donegá Morandini, j. em 29.06.2010.

3 FÁBIO ULHOA COELHO. *Curso de Direito Comercial*. v. 2, 13ª edição, São Paulo: Saraiva, 2003, p. 272.

apresentada em juízo, contendo narração exaustiva dos fatos, o que será feito na petição inicial⁴; basta que seja motivada, descrevendo, ainda que sumariamente, os fatos que ensejaram os danos a serem reparados. Deve ainda a deliberação mencionar contra quais administradores será proposta a demanda, hipótese mais comum, uma vez que a sua responsabilidade deve ser examinada tendo em vista as suas funções na gestão da companhia; se for genérica, cabe o ajuizamento contra todos.

Para a propositura da ação social *ut universi* é indispensável a prévia autorização da assembleia geral, seja ordinária, quando se está deliberando sobre a aprovação das demonstrações financeiras e das contas, seja extraordinária, desde que conste da ordem do dia ou seja consequência de assunto nela incluído, como, por exemplo, em assembleia que tenha por objeto discutir a ocorrência de prejuízos sofridos pela companhia em determinadas operações.

O fato de ser a deliberação assemblear condição de procedibilidade da ação de responsabilidade civil do administrador não pode ensejar expedientes protelatórios da companhia ou de seu acionista controlador. A recusa à deliberação, quando utilizada para perpetuar a impunidade dos administradores, constitui manobra ilegal; a falta de solução positiva ou negativa por parte da assembleia representa negativa implícita, ficando titulados os acionistas como substitutos da companhia para propor a ação⁵.

Assim, a deliberação é dispensável quando a assembleia, uma vez instada a fazê-lo, recusa-se a deliberar a respeito; o mesmo ocorre quando os administradores negam-se a fazer constar da ordem do

4 LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES. *Pareceres*. v. I, São Paulo: Singular, 2004, p. 469.

5 NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 520-521. Nesse sentido já decidiu a 4ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul, no Agravo de Instrumento nº 31.353, j. em 08.11.1978, publicada na *Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul*. v. 74, p. 337-342.

dia a deliberação sobre a matéria, ou ainda quando a mesa tranca a discussão ou a decisão⁶.

É possível que se delibere, em assembleia geral extraordinária, a propositura de ação de responsabilidade contra determinado administrador e, posteriormente, em assembleia ordinária, aprove-se as contas, como um todo, desonerando-se os demais administradores⁷. Na hipótese, a aprovação genérica das contas não libera a responsabilidade do administrador contra o qual deva ser proposta a ação, coexistindo, portanto, com a deliberação anterior.

Nada impede que a sociedade renuncie à propositura da ação, após a deliberação assemblear, ou transija quanto ao ressarcimento, desde que haja aprovação expressa em assembleia geral, único órgão competente para decidir a matéria, inexistindo, no caso, *quorum* especial para a deliberação⁸.

Podem ocorrer as seguintes situações: (i) a assembleia delibera propor a ação de responsabilidade – ação social *ut universi*; (ii) a assembleia delibera propor a ação, mas não a ajuíza no prazo de 3 (três) meses, caso em que qualquer acionista pode fazê-lo – ação social *ut singuli* derivada; e (iii) a assembleia delibera não propor a ação, caso em que acionistas minoritários com mais de 5% (cinco por cento) do capital podem ingressar em juízo – ação social *ut singuli* originária.

No primeiro caso, verifica-se hipótese de legitimação ordinária, uma vez que há coincidência entre o direito material e a figura do autor da ação, a companhia⁹. Após a deliberação, cabe

6 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 3, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 468.

7 Ver os comentários ao art. 134 da Lei das S.A.

8 No Direito Italiano exige-se *quorum* especial de deliberação; conforme o art. 2.393 do Código Civil, a decisão de renunciar ou transigir não será eficaz se houver voto contrário de uma minoria que represente mais de 1/5 (um quinto) do capital social. Ver, a propósito, FRANCO BONELLI et al. *Società per Azioni. Casi e Materiali di Diritto Commerciale*. Milano: Giuffrè, 1974, p. 197.

9 JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, “Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial,*

aos diretores, como representantes legais da companhia, tomar as providências à propositura da ação, inclusive contratando advogados. A ação social – chamada *ut universi* – compete à companhia, que pode cumular o pedido de indenização com o de nulidade do ato do administrador¹⁰.

3. IMPEACHMENT DO ADMINISTRADOR

O administrador contra quem será proposta a ação fica automaticamente impedido, devendo ser substituído na mesma assembleia, uma vez que resta demonstrada a absoluta perda de confiança dos acionistas no seu desempenho e conduta¹¹. O impedimento não constitui faculdade da assembleia, mas é obrigatório, uma vez que o legislador presume a existência de conflito, determinando a imediata substituição do administrador.

Como o *impeachment* do administrador constitui medida de caráter excepcional, a norma do § 2º deve ser objeto de interpretação restritiva, de sorte que ele não atinge os demais administradores, muito menos os suplentes, os quais, enquanto permanecerem em tal situação, não podem ser responsabilizados¹².

O que acarreta o impedimento do administrador é a deliberação da assembleia geral de contra ele mover a ação de responsabilidade, não o ajuizamento da ação. Com efeito, o *impeachment* é automático e a substituição imediata, na mesma assembleia, ainda que nem a companhia nem qualquer acionista venham posteriormente a ingressar em juízo.

Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 42, abril-junho, 1981, p. 81.

10 Art. 292 do Código de Processo Civil.

11 NELSON EIZIRIK. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 75.

12 NELSON EIZIRIK. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 120-121.

A Lei das S.A. silenciou sobre a ocorrência ou não de impedimento quando a ação é proposta pelos acionistas minoritários. Para suprir a lacuna deve-se atentar para as diferenças entre as situações previstas nos §§ 3º e 4º. No § 3º, tal como ocorre no *caput*, há deliberação da assembleia favorável ao ajuizamento da ação, rompendo-se a relação de fidúcia que unia a companhia ao administrador. Nas 2 (duas) hipóteses – *caput* e § 3º – ocorre o impedimento do administrador, uma vez que a vontade social, expressa pela maioria dos acionistas, é no sentido de mover a ação judicial; se a companhia queda inerte, o acionista minoritário que ingressa em juízo realiza a vontade da maioria, havendo, pois, uma presunção absoluta de que está defendendo o interesse social.

No caso do § 4º – ação social *ut singuli* originária –, a decisão da assembleia é de não promover a ação de responsabilidade, preservando o administrador o vínculo fiduciário com a companhia. Assim, não se pode presumir que o acionista minoritário está defendendo o interesse social, posto que a vontade da maioria foi manifestada em sentido contrário. Na hipótese, não havendo deliberação da assembleia de mover a ação, não ocorre o impedimento automático do administrador.

4. AÇÃO PROPOSTA PELOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

Há 2 (duas) circunstâncias distintas em que os acionistas minoritários podem demandar contra os administradores, no interesse da companhia: (i) caso a assembleia delibere propor a ação de responsabilidade mas não a ajuíze no prazo de 3 (três) meses, qualquer acionista poderá fazê-lo; e (ii) caso a assembleia delibere não propor a ação de responsabilidade, acionistas representando pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social podem ajuizá-la.

Nas 2 (duas) hipóteses – §§ 3º e 4º – trata-se de ação social, porém *ut singuli* (ação derivativa), largamente conhecida e praticada nos Estados Unidos, onde é denominada *shareholder derivative*

suit. Naquele país, tal modalidade de ação tem constituído fonte de abusos, nas chamadas *strike suits*, que nada mais são do que lides temerárias, para forçar acordos, em proveito dos acionistas minoritários e dos seus advogados¹³.

Quando a assembleia delibera ingressar em juízo, a ação derivativa é subsidiária, somente podendo ser proposta após o decurso do prazo de 3 (três) meses; dentro deste período de tempo a companhia tem legitimidade ativa exclusiva na demanda. O prazo para que a companhia possa acionar o administrador não é de decadência ou prescrição, mas meramente de prioridade ou preferência¹⁴. Enquanto a ação não estiver prescrita a sociedade poderá promovê-la a qualquer tempo; se algum acionista já tiver ingressado em juízo, ocorrerá a litispendência.

Na ação social *ut singuli*, em qualquer de suas modalidades, o fundamento é idêntico ao da ação social: a recomposição dos danos causados à companhia. Trata-se de legitimação extraordinária, sob a forma de substituição processual¹⁵, uma vez que ocorre a dissociação entre o sujeito da lide (sociedade) e o sujeito do processo (acionista); o interesse perseguido é o da companhia, tanto que ela será a indenizada, atuando o acionista como parte apenas em sentido formal. A substituição, na hipótese do § 3º, é derivada (originalmente era da companhia a competência); já no caso do § 4º, é originária.

Ainda que o objetivo da ação seja o de recompor os danos causados à companhia, os acionistas minoritários têm um interesse no resultado da demanda, embora seja indireto, consistente na sua quota parte do patrimônio social; caso contrário, não poderiam ser

13 Visando a evitar as *strikes suits*, a *Delaware General Corporation Act* (§ 327) estabelece que o acionista autor da ação social derivativa, que age no interesse da companhia, deve afirmar, em sua petição inicial, que ele era acionista ao tempo em que o administrador cometeu o ato ilícito que gerou os danos à companhia.

14 TRAJANO DE MIRANDA VALVERDE. *Sociedades por Ações*. v. II, 2ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 330.

15 Ver o art. 6º do Código de Processo Civil.

substitutos processuais da companhia, os quais sempre esperam alguma utilidade do provimento jurisdicional¹⁶.

Nos termos do § 5º, embora os resultados da ação defiram-se à companhia, esta deverá indenizar os minoritários de todas as despesas, nela incluídos, além das custas e taxas judiciárias, honorários de advogado e despesas extrajudiciais, como cópias de documentos e pareceres, desde que não excedam os resultados obtidos na demanda. Tal reembolso será feito com os valores monetariamente corrigidos e acrescidos de juros, à taxa que estiver em vigor para a mora do pagamento de impostos devidos à Fazenda Nacional¹⁷.

5. AÇÃO INDIVIDUAL

Além da ação social, também prevê o § 7º que o acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador pode propor ação individual para apurar a sua responsabilidade civil, visando à reparação do seu patrimônio próprio. Os danos causados à companhia e sofridos pelo acionista indiretamente não podem ser reparados mediante a ação individual, que se reserva apenas aos que forem diretamente prejudicados. Para que seja proposta a ação individual não há necessidade de qualquer deliberação da assembleia, nem se requer do autor participação acionária mínima. Ademais, a aprovação das demonstrações financeiras não impede a ação individual, uma vez que desonera apenas a responsabilidade do administrador frente à companhia (artigo 134).

6. A BUSINESS JUDGEMENT RULE

No § 6º adotou-se, também entre nós, o princípio da *business judgement rule* (“regra da decisão empresarial”), consagrada no

16 CANDIDO RANGEL DINAMARCO. *Instituições de Direito Processual Civil*. v. II, 5ª edição, São Paulo: Malheiros, 2005, p. 311

17 JOSÉ WALDECY LUCENA. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 121 a 188)*. v. II, Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 614.

direito societário norte-americano. Nos Estados Unidos, embora não tenha sido positivada, tal regra foi desenvolvida pelos tribunais em reiteradas decisões judiciais^{18,19}.

De acordo com a *business judgement rule*, presume-se que, ao tomarem uma decisão empresarial, os administradores agiram com os conhecimentos e informações adequadas e de boa fé, acreditando que ela atende aos interesses sociais. Assim, em tais circunstâncias, as decisões adotadas pelos administradores não podem ser revistas pelos tribunais, nem os sujeitam à responsabilização, ainda que se revelem posteriormente inadequadas ou mal sucedidas.

A finalidade da regra é oferecer um “porto seguro” aos administradores, que devem ser encorajados a correr os riscos inerentes à gestão empresarial e não podem ficar permanentemente sujeitos a ter suas decisões revistas²⁰. Os administradores devem ter uma razoável margem de discricionariedade em sua atuação, podendo avaliar a conveniência e a oportunidade de determinadas decisões visando à maximização dos lucros da companhia. A redução da discricionariedade da administração pode inviabilizar a gestão empresarial, pelo excessivo “engessamento” de suas atividades.

18 ROBERT C. CLARK. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 126 e seguintes.

19 O Código das Sociedades Comerciais de Portugal, com a reforma de 2006, adotou, em seu art. 72.2, idêntica regra, mediante a qual a responsabilidade do administrador é excluída se ficar provado que atuou em termos informados, livre de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial.

20 DENIS J. BLOCK, NANCY E. BARTON, STEPHEN A. RADIN. *The Business Judgement Rule – Fiduciary Duties or Corporate Directors*. New York: Aspen Law and Business, 1998; ALEXANDRE COUTO SILVA. *Responsabilidade dos Administradores de S/A – Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007; FLÁVIA PARENTE. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 72; NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico...*, p. 443 e seguintes. Com relação às companhias abertas, a CVM aceitou a regra da *business judgement rule* no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/1443, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 10.05.2006.

A regra da decisão empresarial, que isenta de responsabilidade o administrador, é aplicável uma vez atendidos cumulativamente os seguintes requisitos: (i) deve ter ocorrido uma decisão, não estando protegidas pela regra as condutas omissivas, exceto se resultantes de uma decisão de não tomar qualquer medida; (ii) os administradores não podem ter qualquer interesse financeiro ou pessoal na matéria, ou seja, não se aplica a regra se estiverem em situação de conflito de interesses; (iii) os administradores devem estar bem informados antes de tomarem a decisão, isto é, atuando de forma diligente; (iv) os administradores devem estar perseguindo o interesse social; (v) a atuação dos administradores deve ter ocorrido no âmbito dos seus poderes legais e estatutários; e (vi) os administradores devem estar atuando de boa fé.

ÓRGÃOS TÉCNICOS E CONSULTIVOS

“Art. 160. As normas desta seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores.”

Além do conselho de administração, da diretoria e do conselho fiscal, órgãos expressamente previstos na Lei das S.A., a companhia pode criar outros, com funções técnicas ou para assessorar os administradores em questões que demandem conhecimentos especializados em finanças, auditoria, economia, e outras que transcendem a administração ordinária. Dada a crescente complexidade da gestão empresarial, muitas vezes torna-se necessária a existência de comitês de assessoramento técnico aos diretores e conselheiros. Tal prática é de inegável utilidade para as companhias, que podem contar com o concurso de especialistas, sem a necessidade de firmar com eles contratos de trabalho.

Os comitês constituem órgãos que participam indiretamente da gestão empresarial, mas sem poderes de representar a companhia e de tomar decisões que vinculem os administradores e empregados.

Os órgãos com funções técnicas ou de aconselhamento dos administradores podem ser criados pelo estatuto ou mediante normas internas da companhia, de tal fato decorrendo regimes diversos de responsabilidade para os seus membros. Quando o órgão é previsto no estatuto, aplicam-se aos seus membros, em princípio, as normas da Seção IV e suas funções são indelegáveis¹. Se o estatuto apenas menciona que o conselho de administração poderá criar comissões consultivas ou comitês técnicos, sem especificá-los, não serão eles considerados “criados pelo estatuto”, não lhes sendo aplicáveis as disposições deste artigo.

A escolha dos membros de tais órgãos poderá ser feita pelo conselho de administração ou diretoria ou pela assembleia geral, dependendo do que dispuser o estatuto. Não são eles administradores da companhia, mas apenas equiparam-se aos administradores para os efeitos do disposto na Seção IV, daí decorrendo que não há necessidade de sua eleição pela assembleia geral. Pela mesma razão, a remuneração de seus membros não depende de aprovação da assembleia, podendo ser estabelecida mediante deliberação do conselho de administração ou decisão de diretoria.

Embora não fosse comum a existência de tais órgãos, entre nós, exceto em algumas companhias abertas de grande porte, mais recentemente, por influência do modelo empresarial de companhias multinacionais, assim como das chamadas “boas práticas de governança corporativa” começaram a ser criados comitês, particularmente de auditoria, finanças, gestão, corporativo, ambiental, etc. Em regra, tais comitês assessoram o conselho de administração, sendo órgãos deliberativos de aconselhamento, não de representação ou de tomada de decisões que vinculem a administração².

1 Ver os comentários ao art. 139 da Lei das S.A.

2 Sobre governança corporativa, ver os comentários ao art. 138 da Lei das S.A.

É recomendável que a maioria de seus membros também integrem o conselho de administração e que seu presidente seja um conselheiro independente, isto é, que não faça parte da diretoria nem esteja vinculado ao acionista controlador³.

O comitê de auditoria, que evidentemente não substitui o conselho fiscal, é mais utilizado pelas companhias abertas⁴. Trata-se de órgão facultativo nas companhias em geral, exceto no caso das instituições financeiras, nas quais é de existência obrigatória⁵. Em grande medida, o seu desenvolvimento foi impulsionado pelas reformas ocorridas na legislação societária norte-americana no começo do século.

Após alguns escândalos financeiros verificados nos primeiros meses de 2002, envolvendo companhias tidas como modelos de boa governança corporativa (Enron, Worldcom e Tyco), foi promulgada,

3 Sobre esse assunto, ver o item 2.29, da 4ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC.

4 Sobre a comparação entre o conselho fiscal e o comitê de auditoria, ver LUIZA RANGEL DE MORAES, “As Novas Atribuições do Conselho Fiscal Diante da Lei Sarbanes-Oxley e da Legislação Brasileira”, *Revista de Direito Bancário, da Arbitragem e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 29, julho-setembro, 2005, p. 47 e seguintes.

5 Ver, a propósito, a Resolução CMN nº 3.198/2004, que, em seu art. 10, estabelece que: “Devem constituir órgão estatutário denominado comitê de auditoria as instituições referidas no art. 1º, inciso I, alínea “a” [instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, exceto as sociedades de crédito ao microempreendedor], que tenham apresentado no encerramento dos dois últimos exercícios sociais: I - Patrimônio de Referência (PR) igual ou superior a R\$1.000.000.000,00 (um bilhão de reais); ou II - administração de recursos de terceiros em montante igual ou superior a R\$1.000.000.000,00 (um bilhão de reais); ou III - somatório das captações de depósitos e de administração de recursos de terceiros em montante igual ou superior a R\$5.000.000.000,00 (cinco bilhões de reais). § 1º As instituições líderes responsáveis pela elaboração das demonstrações contábeis consolidadas de conglomerados financeiros que se enquadrem nas disposições estabelecidas no caput devem constituir comitê de auditoria para cumprimento das atribuições e responsabilidades previstas neste regulamento, relativamente às instituições pertencentes a tais conglomerados que não possuam obrigatoriedade de constituição individual do referido comitê”.

como resposta do governo e do congresso norte-americanos, o *Sarbanes-Oxley Act*, em 30 de julho daquele ano. A lei representou uma espécie de “federalização” da legislação societária, que até então era tratada, nos Estados Unidos, unicamente como uma questão a ser resolvida no âmbito de competência de cada estado. A *Sarbanes-Oxley* significou um movimento legislativo em direção à posição há muito defendida pelo Professor William Cary, que também foi presidente da *Securities and Exchange Commission*, que, em famoso artigo publicado em 1974, já propunha que o Congresso deveria adotar padrões federais uniformes para as companhias abertas, em questões relativas aos deveres fiduciários dos administradores e conflitos de interesse⁶⁻⁷.

Dentre as várias inovações, a *Sarbanes-Oxley* formalizou o papel do *audit committee* (comitê de auditoria), que já desempenhava uma função relevante no monitoramento das informações e controles contábeis das companhias com ações negociadas no mercado de capitais.

O comitê de auditoria passou a ser obrigatório em todas as companhias abertas nos Estados Unidos, tendo como principais tarefas: prover uma revisão independente e a supervisão dos processos de elaboração dos relatórios financeiros, dos controles internos, assim como das atividades dos auditores independentes⁸. Os integrantes do comitê devem ser membros independentes do conselho de administração, não podendo, portanto, atuar como consultores ou assessores da companhia, nem receber dela ou de empresas relacionadas qualquer outra forma de remuneração. Ademais, pelo menos 1 (um) dos membros do comitê de auditoria deve ser especialista em finanças.

6 WILLIAM L. CARY, “Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware”, *Yale Law Journal*. Joe Lincoln: Joe Christensen, v. 83, 1974, p. 663.

7 SAMUEL C. THOMSON, JR., “The Missing Link in Sarbanes-Oxley: Enactment of ‘Change of Control Board’ Concept, or Extension of the Audit Committee Provisions to Mergers and Acquisitions”, *The Business Lawyer*. Chicago: ABA, Section of Business Law, v. 63, nº 1, november, 2007.

8 Ver, a propósito, o pronunciamento da *Securities and Exchange Commission*: “Release 33-8220, with final rule about ‘Standards Relating to Listed Company Audit Committees’”, disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/final/33-8220.htm>>.

Em nossa prática empresarial, recomenda-se a criação de um comitê de auditoria nas companhias abertas para desempenhar as seguintes funções: (i) analisar as demonstrações financeiras; (ii) supervisionar a área financeira; (iii) supervisionar o desenvolvimento de controles internos confiáveis; e (iv) discutir com os auditores independentes, dentre outras matérias, mudança ou manutenção de critérios contábeis, uso de reservas e provisões, principais riscos, estimativas e julgamentos relevantes utilizados na elaboração das demonstrações financeiras. Dada a natureza de suas atribuições, é também recomendável que pelo menos 1 (um) dos membros do comitê tenha experiência comprovada na área contábil ou de auditoria⁹.

Os comitês, estejam ou não previstos no estatuto, não são órgãos de representação, nem podem tomar decisões que obriguem os administradores, dado o princípio da indelegabilidade das competências dos órgãos sociais. Na realidade, sua função é a de assessorar o conselho de administração ou a diretoria, na elaboração de normas e políticas internas e na verificação de seu atendimento. Assim, os diretores, ao relatarem suas atividades aos comitês, não podem ser obrigados por seus membros a adotarem tais ou quais condutas. O que os comitês podem fazer é apresentar aos órgãos sociais – conselho de administração e diretoria – as suas observações e análises, para que estes, dentro de suas respectivas esferas de atuação, tomem as medidas que entendam adequadas.

Os comitês são órgãos facultativos auxiliares, aos quais não pode o estatuto atribuir poderes, mas apenas funções¹⁰. Constituem, ademais, órgãos coletivos, cujas decisões são tomadas por maioria absoluta de seus membros. Assim, é condição de eficácia da vontade do órgão a manifestação coletiva de seus integrantes.

9 Sobre esse assunto, ver o item 2.30 do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC.

10 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 3, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 491; TRAJANO DE MIRANDA VALVERDE. *Sociedades por Ações*. v. II, 2ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 274.

Embora a Lei das S.A. disponha que as normas da Seção IV aplicam-se aos membros dos comitês criados pelo estatuto, o dispositivo deve ser interpretado tendo em vista a natureza e as funções de tais órgãos, que nada podem decidir sobre os negócios sociais, apenas assessorar o processo decisório.

O dever de diligência, que constitui um padrão geral de conduta, é aplicável aos membros dos comitês, que podem ser responsabilizados caso apresentem análises ou opiniões negligentes ou sem qualquer fundamento técnico, que levem os conselheiros ou diretores a adotar decisões equivocadas e lesivas ao patrimônio social. A sua responsabilidade pode ser excluída, nos termos do § 6º do artigo 159, em atenção ao princípio do *business judgement rule*.

O artigo 155 também aplica-se aos membros dos comitês, que devem servir com lealdade à companhia, sendo-lhes vedada a utilização de oportunidades comerciais da companhia, obtidas em razão de seu cargo, assim como de informações confidenciais para negociar com valores mobiliários de emissão da companhia (*insider trading*).

Não cabe a invocação do artigo 156, uma vez que, como o membro do comitê não participa de processo decisório da companhia, não pode ocorrer situação de conflito de interesses.

Com relação ao artigo 157, devem ser aplicados o *caput* e seus §§ 1º, alíneas “a”, “b” e “c”, 2º e 6º, que permitem o conhecimento das posições acionárias dos membros dos comitês, facilitando a repressão ao *insider trading*, assim como dos benefícios e vantagens que estejam recebendo. Porém, não estão eles obrigados a divulgar deliberações ou fatos relevantes (§ 4º), pois não detêm qualquer poder decisório, cabendo-lhes, no máximo, recomendar aos demais órgãos a sua divulgação, assim como eventualmente assessorá-los na redação do “fato relevante”.

CAPÍTULO XIII

CONSELHO FISCAL

COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO

“Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.

§ 1º O conselho fiscal será composto de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembleia geral.

§ 2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembleia geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembleia geral ordinária após a sua instalação.

§ 3º O pedido de funcionamento do conselho fiscal, ainda que a matéria não conste do anúncio de convocação, poderá ser formulado em qualquer assembleia geral, que elegerá os seus membros.

§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:

a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto;

b) ressalvado o disposto na alínea anterior, os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea a, mais um.