



# PUC

**DEPARTAMENTO DE  
DIREITO**

---

**ASPECTOS COMPARATIVOS DO CONSELHO DE  
ADMINISTRAÇÃO NO BRASIL E NOS ESTADOS UNIDOS,  
COM FOCO NO ESTADO DE *DELAWARE***

**por**

**EDUARDA NAGLE GAULIA**

**ORIENTADOR(A): Francisco Antunes Maciel Müssnich**

**2015.2**

---

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

**ASPECTOS COMPARATIVOS DO CONSELHO DE  
ADMINISTRAÇÃO NO BRASIL E NOS ESTADOS  
UNIDOS, COM FOCO NO ESTADO DE *DELAWARE***

**por**

**EDUARDA NAGLE GAULIA**

Monografia apresentada ao  
Departamento de Direito da Pontifícia  
Universidade Católica do Rio de Janeiro  
(PUC-Rio) para a obtenção do Título de  
Bacharel em Direito.

Orientador(a): Francisco Antunes Maciel Müssnich

**2015.2**

## Dedicatória

*Aos meus pais, Andrea e Luiz Antônio,  
com todo o meu amor.  
À minha família.*

## **Agradecimentos**

Agradeço aos meus pais, Luiz Antonio e Andrea, e à minha família, por seu amor incondicional, por estarem ao meu lado, sempre.

Agradeço à minha tia Cristina Tereza Gaulia, pelo apoio, orientação e pelo carinho.

Agradeço aos meus queridos amigos da Escola Alemã Corcovado e da PUC-Rio, em especial aos integrantes do GEADICI, por todos os momentos que fazem essa caminhada valer a pena.

Aos meus colegas do Barbosa Müssnich Aragão Advogados, pelos desafios constantes.

Agradeço ao meu professor e orientador, Chico Müssnich, pelo aprendizado e pela confiança.

## Resumo

O presente trabalho tem o objetivo de expor as principais características do Conselho de Administração de acordo com a legislação societária brasileira em comparação com os aspectos fundamentais de tal órgão previstos no código societário do estado de *Delaware*, nos Estados Unidos, tendo por base fatores históricos que influenciaram cada país no seu modelo jurídico.

Para tanto, vamos primeiramente desenhar o contexto histórico no qual se inserem as sociedades anônimas, desde sua concepção na mais básica forma, até sua estrutura organizacional que observamos hoje.

Em seguida, vamos verificar o processo de separação da propriedade e da gestão das mesmas, e as possíveis consequências diante deste cenário, quais sejam, o conflito de agência e, posteriormente, o nascimento de institutos de governança corporativa que buscou a melhoria no relacionamento entre administradores e acionistas.

Em um segundo momento, vamos nos deter à exposição e análise de algumas características das sociedades anônimas, tendo por base os dispositivos da Lei nº 6.404/76 e as interpretações dadas pela doutrina brasileira e, ao mesmo tempo, vamos buscar expor quais os posicionamentos do direito americano diante de tais questões, com especiais comentários às criações de *Delaware*.

**Palavras-chave:** Direito Societário - Sociedade Anônima - Conselho de Administração – *Delaware* – Direito Comparado – Estrutura Organizacional – Dever de Lealdade – Dever de Diligência – Responsabilidade – *Business Judgment Rule* – Tomada de Controle Hostil

## Sumário

1. Introdução Geral .....	6
1.1 O surgimento das Sociedades Anônimas .....	7
1.2 A Companhia das Índias Orientais .....	7
1.3 A Revolução Industrial .....	8
1.4 O <i>Crash</i> de 1929 .....	10
1.5 O Divórcio entre a Propriedade e a Gestão .....	12
1.5.1 Breves Comentários sobre a Origem dos Conflitos de Agência e o Nascimento da Governança Corporativa .....	14
1.6 Estrutura Organizacional das Sociedades Anônimas .....	15
1.6.1 Breves Considerações Comparativas sobre a Diretoria .....	19
 2. O Conselho de Administração no contexto societário brasileiro e na legislação de <i>Delaware</i> : Aspectos Comparativos .....	23
2.1 Composição do Conselho de Administração: .....	27
2.2 Eleição e o Voto Múltiplo .....	30
2.2.1 Breves Considerações sobre os Conselheiros Independentes .....	35
2.3 Deveres dos Administradores e o <i>Business Judgment Rule</i> .....	38
2.3.1 Dever de Diligência ou <i>Duty of Care</i> .....	41
2.3.2. Dever de Lealdade ou <i>Duty of Loyalty</i> .....	45
2.3.2.1 <i>Insider Trading</i> .....	51
2.4 A responsabilidade do administrador e o <i>Business Judgment Rule</i> .....	60
2.4.1 O <i>Business Judgment Rule</i> .....	63
2.5. Defesas impostas pelo <i>Board</i> contra a Tomada de Controle Hostil .....	68
2.5.1 Histórico .....	69
2.5.2 Medidas repressivas e preventivas contra <i>hostile takeovers</i> .....	71
2.5.2.1 As Medidas Preventivas .....	72
2.5.2.2 As Medidas Repressivas .....	78
 3. Conclusão .....	84
 4. Bibliografia .....	88

## 1. Introdução Geral

Este trabalho tem o objetivo de fazer emergir as diferenças e semelhanças entre algumas características do conselho de administração nas sociedades anônimas no Brasil e nos Estados Unidos, com uma visão especial para a legislação do estado de *Delaware*, um dos mais liberais em termos de jurisprudência e direitos aos acionistas de moldarem seu estatuto.

O motivo especial de ter decidido pela comparação à *Delaware* decorre de alguns fatores. O primeiro deles, é a legislação societária. Elaborada com auxílio de revisões e recomendações da própria Ordem dos Advogados daquele estado, a lei de *Delaware* foi criada para especialmente conceder a maior flexibilidade possível aos acionistas e à sociedade. O objetivo principal era simplificar os dispositivos e evitar a complexidade. Juntamente com a busca pela estabilidade e equilíbrio da lei, *Delaware* permitiu que a sua legislação fosse elaborada por e para aqueles que tem maior experiência e conhecimento nas questões societárias.

Em segundo lugar, os tribunais daquele Estado são considerados especialistas, familiarizados com as transações empresariais complexas e o funcionamento das sociedades anônimas, processando o contencioso societário de forma eficaz e rápida. Além disso, a jurisprudência criada ao longo dos anos, bem como as demais facilidades apresentadas pela legislação, permitiram que a mesma se espalhasse por diversas sociedades que decidiam ali se constituir e, conseqüentemente, a familiaridade com a lei permite que a sua interpretação tenha se desenvolvido ao longo dos anos, dirimindo as dúvidas e criando uma solidez nos dispositivos legais. Nenhum outro Estado americano apresenta tanta riqueza de profundos

conhecimentos em questões societárias constituindo, portanto, um modelo de liberalismo útil para os fins comparativos deste trabalho<sup>1</sup>.

### 1.1 O surgimento das Sociedades Anônimas

As sociedades anônimas como conhecemos hoje é resultado de quatro séculos de desenvolvimento. Os tipos mais antigos de sociedades mercantis datam da idade média, quando os antigos artesãos juntaram-se em corporações de ofício, já com o sentido de alcançar-se um objetivo comum<sup>2</sup>.

### 1.2 A Companhia das Índias Orientais

Contudo, é a partir dos séculos XVI e XVII, antecessores da Revolução Industrial e nascedouro da idade moderna, que podemos perceber o desejo do homem de expandir seus horizontes em empreendimentos arriscados, dando lugar, assim às suas maiores descobertas geográficas. Aqui verdadeiramente podemos ver a origem das sociedades anônimas, com a limitação de responsabilidade àqueles que a ela se associavam e a possibilidade de transferência de participação livremente. De relevantíssima influência, a reforma protestante ofereceu um novo paradigma de questionamento e desenvolvimento das ciências<sup>3</sup>. Nesse mesmo período, ainda, os Estados nacionais começaram a se estruturar, dando a base para o surgimento das economias de mercado<sup>4</sup>.

Nasce então a Companhia das Índias Orientais, em 1602 por ato do Estado holandês, com o objetivo de angariar patrocinadores para sustentar a

---

<sup>1</sup> JR., Lewis S. Black. *Por que as Sociedades Escolhem Delaware*. Divisão do Departamento Estadual de Sociedades de *Delaware*, 2007, p. 1-8.

<sup>2</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *A Lei das S.A.*. Rio de Janeiro: Renovar, 3ª ed., 1997, p. 25.

<sup>3</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 5-6.

<sup>4</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *A Lei das S.A.*. Rio de Janeiro: Renovar, 3ª ed., 1997, p. 31.



árdua tarefa de colonizar e explorar o novo mundo. Naquele contexto, impunha-se

“um esforço sem precedentes para mobilização de fundos destinados a adquirir e armar navios, criar e sustentar entrepostos em terras longínquas e hostis. Além do risco a que estavam sujeitos os capitais aplicados na empreitada, era de prever-se a demora no retorno do investimento e a incerteza dos lucros perseguidos”<sup>5</sup>.

Tal companhia já se caracterizava pela limitação à responsabilidade à quantia subscrita por cada integrante, um capital dividido em títulos negociáveis oferecidos ao público, entre outras características das conhecidas sociedades anônimas. Na estrutura interna já se encontrava uma assembleia com dezessete participantes, encarregados da administração, eleitos pelas câmaras, espalhadas por diversos lugares, nas quais se dividia a organização. Mesmo que isentos de responsabilidades os acionistas, a mesma sorte não tiveram os administradores, cuja participação no sucesso ou fracasso da organização não estava claramente delimitado<sup>6</sup>.

Não demorou muito até outros países fazerem o mesmo. Tampouco demorou para que o formato proposto fosse usado para fins fraudulentos. Em consequência, muitos países europeus proibiram a sua formação, como o caso da Inglaterra com o “*Bubble Act*” de 1720.

### 1.3 A Revolução Industrial

Em paralelo o aparecimento dos primeiros ideais liberais de Adam Smith e outros pensadores pregando o fim da intervenção estatal nas atividades econômicas, consagrou-se nos séculos XVIII e XIX, a Revolução Industrial, trazendo mudanças significativas no modo de produção das atividades comerciantes, dando espaço às primeiras indústrias. As grandes

---

<sup>5</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 6.

<sup>6</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *A Lei das S.A.*, Rio de Janeiro: Renovar, 3ª ed., 1997, p. 33-34.

invenções da máquina à vapor, o nascimento do setor siderúrgico e, posteriormente, em um segundo momento, a luz elétrica, o motor de combustão interna e a química industrial, deram o tom da adaptação da produção para as economias de mercado. Por conseguinte, a vida econômica da sociedade sofre profunda evolução, a níveis antes desconhecidos<sup>7</sup>:

“O processo produtivo não é mais concebido, como ocorrera durante séculos, em função de uma gama de necessidades conhecidas por antecipação, e de uma determinada categoria de produtos, de bens ou serviços. Parece destinado a uma perene expansão e diversificação. A inovação e a mobilidade do capital, marginais na vida econômica, se tornam condições normais, consequentemente, uma regra de sobrevivência do sistema e das empresas que o compõe. O mercado não parece mais um lugar de troca de uma produção pré-determinada, mas o mecanismo regulador de toda a vida econômica”<sup>8</sup>.

Floresce, então, a sociedade capitalista, substituindo comerciantes artesãos por empreendedores em busca de lucro, na eterna competição por atender às novas necessidades e por novas formas de investimento. Complementando esse cenário, as infraestruturas de transporte ferroviário e setor naval conseguiram conectar mercados internos e internacionais, formando um grande sistema de trocas.

Podemos definir mercado como um conjunto de agentes econômicos organizados, incluindo potenciais vendedores e compradores, em um sistema de trocas de produtos, serviços ou bens financeiros. As decisões tomadas por estes agentes são capazes de definir o valor de cada bem, transformando “*as microdecisões dos agentes em macrodirecionamento do sistema econômico*”<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2006, p. 35; LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 8-9.

<sup>8</sup> LIBERTINI, Marcos. \_\_\_\_\_, v. 3, 1979, p. 350-51 e 386 *apud* LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 8-9.

<sup>9</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *A Lei das S.A.*, Rio de Janeiro: Renovar, 3ª ed., 1997, p. 46-47.

Nesse sentido, subordinou-se a produção ao processo de acumulação de capital, desvinculando-se definitivamente da terra, como nos séculos anteriores. A indústria passou a ter papel primordial na formação da riqueza, da infraestrutura e até mesmo da política dos países. Consequentemente, também no século XIX, os estados deixaram de proibir a existência das companhias, com a revogação das leis proibitivas ou regulamentando sua existência motivados pela sua crescente importância como instrumento de controle de riqueza e distribuição de rendimentos, além de ser um fator fulcral à organização econômica<sup>10</sup>.

Conclui-se, então, com a ideia de que:

“Intimamente associada ao desenvolvimento do sistema capitalista e do mundo corporativo, a sociedade anônima tornou-se mais do que uma forma de aglutinação de recursos para o crescimento dos negócios: ela foi um dos mais importantes instrumentos de organização social da propriedade”<sup>11</sup>.

#### 1.4 O *Crash* de 1929

Com o final da Primeira Guerra Mundial, a Europa viu-se encurralada pela derrota, sendo socorrida pelos Estados Unidos que, vitoriosos, se assumiam na posição de mais ricos do mundo. Com níveis altíssimos de investimento e novas tecnologias desenvolvidas durante a Guerra, as indústrias americanas operavam a todo vapor “*confiantes na ideia de que a publicidade, cada vez mais difundida pelos novos meios de comunicação de massa, geraria demanda por produtos*”<sup>12</sup>. A sociedade capitalista atingia, então, seu apogeu.

---

<sup>10</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2006, p. 40 e 44; LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 10-11.

<sup>11</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2006, p. 44.

<sup>12</sup> \_\_\_\_\_. *Crash de 1929*, Acervo, Jornal o Estado de São Paulo, disponível em <http://acervo.estadao.com.br/noticias/topicos,crash-de-1929,389,0.htm>, acesso em: 05.11.2015.

Em meio à ascensão, a Bolsa de Nova Iorque era tida como investimento seguro e de retorno certo. Tão inimaginável era a possibilidade de quebra que pessoas usavam a hipoteca de suas casas e suas economias para negociar no mercado. Tais movimentações no mercado mobiliário atingiram seu pico em 3 de setembro de 1929. Contudo, a glória do mercado financeiro não durou muito. Pouco tempo depois, as indústrias começaram a notar que a produção não se escoava pelo consumo tão rapidamente como vinha fazendo até então. Decidiram, assim, frear sua produção. Mal sabiam elas que tal atitude geraria um “efeito dominó” sobre os demais setores da economia, culminando na depreciação dos preços das ações, as quais foram instintivamente e conseqüentemente colocadas à venda pelos investidores. Infelizmente, tal foi a resposta de todo o mercado.

“A perspectiva da diminuição dos dividendos dessas companhias fez com que esses títulos sofressem uma enorme depreciação no seu valor no período de setembro a novembro. No dia 24 [de outubro], posteriormente conhecido como “Quinta-feira Negra”, um número aproximado de 12.9 milhões de ações foram vendidas em apenas um dia. Em 29 de outubro de 1929, que ficou conhecida por “Terça-feira Negra”, a quebra se revelou inevitável. O pânico tomou conta dos investidores e mais de 15.6 milhões de ações foram vendidas até o final do dia”<sup>13</sup>.

Era o início de uma das piores crises da história dos Estados Unidos, conhecida como a *Great Depression* que, conseqüentemente, se alastrou a diversos países do mundo, terminando apenas a partir de 1939 e se estabilizando de vez com a vitória americana na Segunda Guerra Mundial<sup>14</sup>. Era necessária mudança de pensamento a respeito do papel do Estado nas crises econômicas. Ascendem, então, as ideias de John Maynard Keynes, economista britânico, pregando o fim do *laissez-faire* e alertando para as falhas conceituais do liberalismo. Suas ideias levaram à recuperação das economias devastadas pelo contexto histórico, redefinindo as bases institucionais do sistema capitalista e dos mercados. Não havia mais espaço

---

<sup>13</sup> \_\_\_\_\_. *Crash de 1929*, Acervo, Jornal o Estado de São Paulo, disponível em <http://acervo.estadao.com.br/noticias/topicos,crash-de-1929,389,0.htm>, acesso em: 05.11.2015.

<sup>14</sup> \_\_\_\_\_. *The Great Depression*, History.com, 2009, disponível em <http://www.history.com/topics/great-depression>, acesso em: 09.11.2015.

para o mercado se autorregular, sendo necessária a intervenção e ampliação das funções do Estado, principalmente como agente regulador<sup>15</sup>.

Durante os anos que se seguiram, observou-se uma retomada no expansionismo principalmente após a Segunda Guerra Mundial, com o crescimento da economia e do mercado de modo contínuo, até os dias de hoje, sempre buscando a diminuição da instabilidade de empresas em mercados altamente competitivos, conciliando a preservação da empresa e a liberdade da atividade econômica com a regulação do Estado<sup>16</sup>.

### 1.5 O Divórcio entre a Propriedade e a Gestão

Ao longo do desenvolvimento das sociedades anônimas, podemos notar mudança no foco administrativo do acionista para o administrador profissionalizado. Durante o século XX, o avanço dessa forma de associação, a dispersão acionária e o contínuo desenvolvimento do mercado de capitais fizeram com que, cada vez mais, a gestão e o direcionamento dos negócios estivessem nas mãos de executivos especializados, os quais passaram a ser considerados seus verdadeiros “proprietários”<sup>17</sup>.

Nesse sentido, de acordo com a análise de Adolf A. Berle e Gardner C. Means, feita em 1932 e exposta em seu livro *The Modern Corporation and Private Property*, a dispersão acionária foi responsável por transferir a propriedade aos agentes “de fato”, os administradores. Ao invés de deterem responsabilidade sobre os bens materiais da companhia, os chamados “proprietários de direito” (acionistas), passaram a deter apenas um papel representando direitos e deveres em relação à organização. A riqueza

---

<sup>15</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2006, p. 45-47.

<sup>16</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *A Lei das S.A.*, Rio de Janeiro: Renovar, 3ª ed., 1997, p. 62.

<sup>17</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2006, p. 72-73.

acionária passou a depender de forças inteiramente alheias aos seus esforços e, munidas de liquidez em meio ao mercado mobiliário, permitiam ao acionista deixar de tê-lo rapidamente, se assim desejasse.

“A riqueza cada vez menos assume uma forma que possa ser diretamente empregada por seu possuidor. Quando a riqueza está sob a forma de terra, por exemplo, é passível de ser usada pelo proprietário, mesmo que o valor de mercado da terra seja desprezível. (...). Já a nova forma de riqueza praticamente não se submete ao uso direto. Somente através da venda no mercado de capitais pode o proprietário usufruir de seu uso direto. Portanto, os acionistas estão amarrados ao mercado como nunca estiveram antes”<sup>18</sup>.

Verifica-se, assim, que a propriedade deixou de ser personificada pelo seu proprietário, uma vez que se permite a divisão do capital social da Companhia entre um número grande de acionistas, e o aumento da independência das organizações em relação a eles, pois sua presença na administração não era mais tão ávida. Consequentemente, a direção da mesma se perpetua nas mãos dos órgãos administrativos. Encontram-se, assim, aqueles “*proprietários sem controle e [os] controladores efetivos, que não dispõem da propriedade apreciável*”. Os acionistas passam a ser limitados aos interesses de receber a parcela de lucro da companhia e ao aumento do valor de mercado desta, com o fim de valorizar suas ações.<sup>19</sup>

Tal fenômeno foi objeto de outras interpretações a respeito de suas origens. J. K. Galbraith, por exemplo, através de *The New Industrial State* de 1967, entendeu que a evolução das companhias através da história criou a necessidade de uma “*tecnoestrutura das organizações*”, ou seja, uma estrutura organizada composta por pessoas com a diversidade de conhecimentos técnicos, experiências e talentos. Assim, as Companhias passaram a depender da “*inteligência organizada*” e da eficiência que se resulta dessa estrutura<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2006, p. 74.

<sup>19</sup> *Ibid*, p. 75.

<sup>20</sup> DAVIS, G.E.; THOMPSON, T.A., *A Social Movement Perspective on Corporate Control*. Administrative Science Quarterly, v. 39, 1994 *apud* ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José

Independentemente da explicação que podemos dar, podemos notar ao longo dos anos uma sede pela qualidade dos administradores das Companhias. Sua eficiência é resultado de sua experiência e conhecimento, cada vez mais valorizados no mercado. Como concluem Dave e Thompson,

“Originalmente condutores e controladores dos negócios, os acionistas tornaram-se uma massa não organizada e afastada da administração diária das companhias, desenvolvendo-se então, como premissa básica, um novo comportamento, claramente sinalizado no mercado de capitais: os acionistas tornaram-se especialistas em avaliar os resultados comparativos das corporações e em aplicar os seus recursos naquelas que proporcionassem o os melhores retornos, enquanto os gestores deveriam especializar-se nos negócios que lhes foram confiados, para maximizar o retorno total de longo prazo dos investidores, mantendo-os assim permanentemente interessados em financiar as operações e os propósitos de gestão”<sup>21</sup>.

### **1.5.1 Breves Comentários sobre a Origem dos Conflitos de Agência e o Nascimento da Governança Corporativa**

Atualmente, outros aspecto importante do desenvolvimento e no estudo das sociedades anônimas é o chamado conflito de agência e a tendência à criação de práticas de melhor governança corporativa.

Como consequência da separação descrita no item acima, surge uma relação entre os agentes outorgantes e outorgados, isto é, entre acionistas e gestores, respectivamente, designada como relação de agência. A mesma se fundamenta na tomada de decisões com objetivo de maximizar os rendimentos da companhia, a riqueza e o valor do empreendimento. No entanto, nota-se que, apesar do objetivo comum, os interesses perseguidos por ambos os agentes divergem entre si, resultando no surgimento de conflitos, principalmente diante da imprevisibilidade de situações que os negócios podem apresentar e a grande liberdade para tomada de decisões dos administradores. Além disso, diante deste chamado “juízo gerencial”,

---

Paschoal. *Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2006, p. 78, 80-81.

<sup>21</sup> *Ibid*, p. 78 e 84.

cada vez mais se coloca a prova a natureza utilitária oportunista de buscar satisfazer os interesses próprios, já que “difícilmente, objetivos alheios movem as pessoas a serem tão eficazes quanto o são para a consecução de seus próprios interesses”, bem como a facilidade de optar por resultados de curto prazo<sup>22</sup>.

Tornou-se necessário, então, criar condições para que tais conflitos e desvios de conduta fossem corrigidos pelo bem da Companhia. Tais práticas de governança corporativa surgiram nos anos 80 e se desenvolveram ao longo dos anos 90, buscando, de um lado, dar mais voz aos investidores, tornando-os mais ativos, intervencionistas e protegidos, bem como através de uma postura reguladora externa maior, como o advento da Lei *Sarbanes-Oxley* nos Estados Unidos e, ainda, a disseminação de códigos de práticas de boa governança corporativa, como os da BMF&BOVESPA aqui no Brasil. Um dos principais pontos abordados é a adoção de conselhos de administração eficazes que exercessem de fato seu papel de supervisores e guardiões<sup>23</sup>.

Passemos então, à análise deste órgão que é um dos mais importantes *players* da governança corporativa em uma Companhia.

## 1.6 Estrutura Organizacional das Sociedades Anônimas

Conforme exposto acima, diferentemente do que ocorre nas sociedades de pessoas, nas quais o negócio é gerido por poucos sócios envolvidos pela *affectio societatis*, as sociedades anônimas são organizações de capital, natureza empresarial que possuem uma estrutura organizacional própria, na maioria das vezes, com um número grande de acionistas,

---

<sup>22</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2006, p. 85-87, 92.

<sup>23</sup> *Ibid*, p. 99-104. GELMAN, Marina Oehling, *O Conceito de Conselheiro Independente Vigente na Regulamentação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BMF&BOVESPA*. São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2012, p. 24.



instituída para a concretização de um objetivo comum<sup>24</sup>. Tal estrutura foi desenhada para proteger os seus integrantes dos riscos dos empreendimentos das atividades econômicas, possibilitando a mobilização de capital, através da compra de valores mobiliários denominados ações, sem que estes fossem afetados pelos eventuais prejuízos de tais empreitadas<sup>25</sup>.

Como visto, através dos anos, no entanto, principalmente ao longo do século XX, já no início dos anos 30, o desenvolvimento das empresas em meio à crescente complexidade da economia cada vez mais internacionalizada, resultaram em um distanciamento gradual entre a propriedade e a gestão dos negócios<sup>26</sup>, como resposta às exigências econômicas mundiais, e, como consequência, a administração das atividades sociais deixou de ser executada pelos donos das ações, passando a ser comandada por executivos mais especializados e com um maior conhecimento e capacidade para lidarem com as dificuldades que qualquer atividade econômica poderia representar.

Atualmente, a estrutura de uma sociedade anônima pode ser caracterizada como organizacional e hierárquica, pois os diferentes órgãos que a compõe possuem funções especializadas definidas normativamente pelo sistema jurídico da Companhia<sup>27-28</sup>; e hierárquica, pois existe uma relação de subordinação entre eles, isto é, “há órgãos que se colocam em posição superior, pois regulam a eleição de cargos em outros órgãos; e,

---

<sup>24</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 255-256.

<sup>25</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *A Lei das S.A.*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, vol. 1, p.19.

<sup>26</sup> BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt Brac e Jovanovich, 1965, 2 ed., in ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2006, 2ª ed., p.56.

<sup>27</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz, *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 775.

<sup>28</sup> Para fins deste trabalho, utilizaremos a denominação de “Companhias” para designar as sociedades anônimas, reguladas pela Lei nº 6.404/76.

*nos limites da lei, tomam decisões que vão impor determinados comportamentos aos demais*”<sup>29</sup>.

O número de órgãos que compõem a sociedade vai depender do modelo adotado pelo ordenamento jurídico do país, quais sejam, o dualista ou o monista. O primeiro modelo, nascido na França, estabelece que a administração da companhia será exercida apenas por uma Diretoria. Por outro lado, o segundo modelo, criado na Alemanha, divide a tarefa administrativa a dois órgãos: o Conselho de Administração e a Diretoria, *“segregando perfeitamente as atividades de gestão (execução e representação) das atividades de supervisão e tomadas estratégicas de decisão (orientação geral e apreciação dos resultados da gestão)”*<sup>30</sup>.

De acordo com a Lei das S.A. vigente no país, o Brasil adotou o modelo híbrido e flexível, estabelecendo como obrigatória a Diretoria, porém facultando a existência do Conselho de Administração, com exceção das companhias abertas, sociedades de economia mista e nas de capital autorizado, nas quais tal órgão passa a ser obrigatório<sup>31</sup>. Assim, a referida lei possibilita a adaptação da estrutura da Companhia à sua realidade e tamanho, de acordo com suas necessidades.

A *General Corporation Law* de *Delaware*, por sua vez, prevê na Seção 141(a) que o estatuto da Companhia poderá optar pela administração de um Conselho de Administração propriamente, ou por um órgão estatutário que exerça funções próprias do Conselho. Assim, nota-se que a existência de administradores que exerçam funções próprias de um

---

<sup>29</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 16.

<sup>30</sup> *Ibid*, p. 18.

<sup>31</sup> “Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. §1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores. §2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração”.

conselheiro é fundamental para o devido funcionamento da Companhia. Podemos concluir, então, que o referido sistema jurídico adota um sistema que centraliza a administração no Conselho, diferentemente dos sistemas monista, dualista e híbrido<sup>32</sup>.

Importante destacar que a lei societária, em seu artigo 160, possibilita a criação de outros órgãos técnicos ou consultivos pelo estatuto, além de prever, em seu Capítulo XIII, a existência facultativa de um Conselho Fiscal. Contudo, mesmo que o estatuto determina que tais órgãos devam compor a estrutura da Companhia, entende-se que eles não fazem parte da administração propriamente dita, não podendo seus membros ser considerados administradores. Aplica-se a eles, contudo, as regras relativas aos deveres e à responsabilidade dos administradores, explicitados nos artigos 153 a 156 da Lei das S.A.<sup>33</sup>.

Pode-se dizer, ainda, que, de acordo com a legislação societária brasileira, estabeleceram-se alguns princípios complementares que nos auxiliam na compreensão do papel dos órgãos administrativos na Companhia, quais sejam: o princípio da indelegabilidade e o princípio da especialidade.

Primeiramente, tanto a Diretoria, como o Conselho de Administração obedecem o princípio da indelegabilidade, isto é, conforme explicita o artigo 139 da Lei das S.A.,

---

<sup>32</sup> Delaware Gen. Corp. Law, “§141 *Board of directors; powers; number, qualifications, terms and quorum; committees; classes of directors; nonstock corporations; reliance upon books; action without meeting; removal.*(a) *The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation*”.

<sup>33</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 421.

“Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto”.

De acordo com o referido artigo, cada órgão detém competência privativa das funções que lhes foram atribuídas pelo estatuto ou pela lei. O mesmo princípio alcança também os seus integrantes, não podendo, por exemplo, um diretor delegar seus poderes a um membro do Conselho de Administração, por exemplo. Sendo assim, quaisquer novos órgãos criados por via estatutária também não poderão exercer função privativa de quaisquer órgãos que compõe a estrutura administrativa da Companhia. O membro de um órgão pode, contudo, ser membro de outro órgão.

O princípio da especialização, por sua vez, prevê que cada órgão possui funções determinadas e especificamente designadas a cada um deles, de acordo com as suas características e o seu papel dentro da estrutura da Companhia<sup>34</sup>. Isto é, suas funções advêm, necessariamente, da natureza de cada órgão, não sendo, em complementação ao princípio da indelegabilidade, passíveis de substituição.

Passemos, agora, à análise dos órgãos acima descritos que compõem o sistema administrativo societário, com especial atenção ao Conselho de Administração, foco do presente trabalho.

### **1.6.1 Breves Considerações Comparativas sobre a Diretoria**

A diretoria é órgão obrigatório das sociedades anônimas, tendo como função principal a representação da sociedade perante terceiros e a gestão ordinária dos negócios sociais. De acordo com a nossa legislação societária, no seu artigo 143, ela deve ser composta por duas ou mais pessoas, eleitos

---

<sup>34</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 263.

pela Assembleia Geral ou pelo Conselho de Administração, se existente, podendo ser substituídos a qualquer tempo<sup>35</sup>.

Ao contrário do Conselho de Administração, a Diretoria não é considerada um órgão colegiado<sup>36</sup>. Cada diretor é nomeado para uma função específica e detém autonomia no seu desempenho, podendo representar a Companhia individualmente, sem necessidade, a rigor, de uma aprovação prévia em reunião. Contudo, isto não significa que não possam existir matérias nas quais tal aprovação seja necessária, principalmente porque, caso não exista Conselho de Administração na Companhia, será papel da diretoria substituí-lo nas funções por este desempenhadas, como a orientação dos negócios da Companhia, entre outras<sup>37</sup>.

O mesmo se aplica no direito norte-americano, com a diferença na origem da capacidade representativa. O poder da diretoria, neste contexto, é extraído dos princípios de agência. Tais princípios caracterizam a relação com a Companhia, justificando sua autoridade através de uma relação fiduciária e governam a gama de responsabilidades e obrigações resultantes da posição ocupada na Companhia<sup>38</sup>. Ao contrário, a relação do conselheiro com a Companhia não pode ser caracterizada como de *agent*, pois seus poderes não são conferidos individualmente, mas coletivamente<sup>39</sup>, como se verá a seguir.

---

<sup>35</sup> “Art. 143. A Diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembleia-geral, devendo o estatuto estabelecer: I - o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos; II - o modo de sua substituição; III - o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição; IV - as atribuições e poderes de cada diretor. § 1º Os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3 (um terço), poderão ser eleitos para cargos de diretores. § 2º O estatuto pode estabelecer que determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião da diretoria”.

<sup>36</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von, *op. cit.*, p. 23.

<sup>37</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 299.

<sup>38</sup> COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee. *Cox & Hazen on Corporations*. New York: Aspen Publishers, 2nd ed., 2003, p. 326.

<sup>39</sup> *Ibid*, p. 333.

Em resumo, as regras de agência estão expostas no chamado *Second and Thirs Restatement of Agency*, publicados em 1958 e 2006, respectivamente, criados pelo *American Law Institute* – uma associação de advogados, acadêmicos e juízes nos Estados Unidos. Apesar de influentes e amplamente aceitos pelas cortes norte-americanas, tais regras não são vinculativas<sup>40</sup>. De acordo com essas regras, podemos definir a relação dos diretores nas Companhias como:

*“a fiduciary relation which results from the manifestation of consent by one person to another that the other shall act on his behalf and subject to his control, and consent by the other so to act”*<sup>41</sup>.

As mesmas regras determinar não importar se as partes tinham a intenção de estabelecer tal vínculo. Se estão presentes os requisitos de: (i) manifestação de vontade do *principal* (em nome de quem se age); (ii) a aceitação do agente; e (iii) o entendimento das partes que o principal detém o controle, então estará caracterizada a relação de agência<sup>42</sup>.

Assim como no direito brasileiro, o direito norte-americano aplica a teoria da aparência, de acordo com a qual a Companhia será considerada responsável por ações que extrapolam as funções dos diretores se, perante um terceiro se este, de boa-fé acreditar que aquele diretor detinha os poderes para agir em nome da Companhia<sup>43</sup>.

O *principal* (Companhia) será igualmente responsável pelo ato realizado pelo *agent* (diretor) como se este tivesse dado sua anuência de

---

<sup>40</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K. *Cases and Materials on Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies*. American Casebook Series. Minesota: West, 11th Ed., 2010, p. 15-16.

<sup>41</sup> Restatement (Second) of Agency, §1 (1958). Em tradução livre: “uma relação fiduciária a qual resulta na manifestação de consentimento por uma pessoa a outra, para que esta aja em nome daquela e esteja sujeita ao controle daquela e sob o seu consentimento para agir da forma pactuada”.

<sup>42</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K, *op. cit.*, p. 16.

<sup>43</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2003, v. 3, p. 218; Restatement (Second) of Agency, §27 (1958); Restatement (Third) of Agency, §2.03 (2006).

modo expresso<sup>44</sup>, uma vez que “*if the third party relies on the appearance of authority, the third party may hold the principal liable for the action of the agent*”<sup>45</sup>.

Importante notar, ainda, a diferenciação de origens que o poder de representação de um diretor pode ter, quando comparamos o direito americano e brasileiro. Para o nosso sistema, a capacidade não advém de um contrato propriamente dito, mas do que pode ser caracterizado como a representação orgânica. O diretor é eleito como membro de um órgão administrativo previsto no estatuto e, assim, o exercício de suas atribuições não são separados em representante e representado, mas apenas em uma pessoa: a companhia ou sociedade para o qual foi eleito<sup>46</sup>. Conforme ensina Pontes de Miranda:

“ O ato do órgão não entra, no mundo jurídico, como ato da pessoa, que é órgão, ou das pessoas que compõem o órgão. Entra no mundo jurídico como ato da pessoa jurídica, porque o ato do órgão é ato seu ”<sup>47</sup>.

Por outro lado, o direito norte-americano confere tais poderes ao próprio estatuto ou à resolução do conselho de administração e, conseqüentemente, em última instância, aos acionistas. O acordo estabelecido entre os acionistas e os diretores para a atuação como representantes será a fonte dos poderes de representatividade do *agent*, independentemente de contrato escrito<sup>48</sup>.

---

<sup>44</sup> COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee, *op. cit.*, p. 328.

<sup>45</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K, *op. cit.*, p. 24.

<sup>46</sup> CARVALHOSA, Modesto, *op. cit.*, p. 220.

<sup>47</sup> MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, vol. 3, São Paulo: Bookseller, 2004, p. 233.

<sup>48</sup> COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee, *op. cit.*, p. 331; HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K, *op. cit.*, p. 380.

## **2. O Conselho de Administração no contexto societário brasileiro e na legislação de *Delaware*: Aspectos Comparativos**

O Conselho de Administração é órgão facultativo na estrutura administrativa brasileira e pode-se dizer que se encontra em posição intermediária entre a Assembleia Geral e Diretoria. Ele é considerado o órgão mais importante na vida da Companhia, pois tem a competência privativa de orientar os negócios sociais e de eleger os membros da Diretoria, entre outras funções<sup>49</sup>.

Conforme dito anteriormente, ele é um órgão deliberativo. De acordo com Modesto Carvalhosa,

“(…) O que o caracteriza como deliberativo é que somente pode o órgão manifestar a sua vontade recorrendo à deliberação da maioria de seus membros reunidos, após discussão e voto. Há, portanto, todo um procedimento que deve ser obedecido para que essa vontade seja eficaz. É diversa, pois, a decisão colegiada da simples somatória de vontades dos membros que compõem o órgão. Difere, ainda, do poder decisório da Diretoria, cujos membros, conforme o estatuto, podem exercitá-lo, isolada ou conjuntamente”<sup>50</sup>.

Neste sentido, o Conselho de Administração assume função normativa e não executiva no âmbito da Companhia, valendo suas decisões apenas quando expressadas coletivamente, não detendo seus membros, portanto, de autonomia para agirem de forma individual. Suas manifestações de voto serão válidas e eficazes apenas quando apresentadas durante as deliberações nas reuniões do referido órgão, convocadas e instituídas conforme a lei ou o estatuto, vinculando todos os membros, até ausentes e dissidentes. Excetua-se à regra o Presidente do Conselho, o qual poderá ter atribuições individuais, a depender do estatuto social<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup> BRANCO, Adriano Castello. *O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas*. 2 ed. São Paulo: Forense Universitária, 2007, p.29.

<sup>50</sup> CARVALHOSA, Modesto, *op cit.*, p. 61.

<sup>51</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 1, p. 266.



Tal exigência de formalidade se assemelha com as regras da Assembleia Geral. Conforme destaca José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho:

“(...) o Conselho de Administração tem a mesma natureza da Assembleia Geral, no sentido de que somente funciona mediante deliberações coletivas, adotadas quando seus membros se acham regularmente reunidos; e o órgão – tal como regulado na Lei nº 6.404/1976 – foi concebido, com base na experiência do funcionamento das grandes companhias no País e no exterior, como uma comissão permanente da Assembleia Geral”<sup>52</sup>.

Este caráter coletivo das decisões do Conselho de Administração se dá pela necessidade de proteção dos acionistas, pois, de acordo com Nelson Eizirik<sup>53</sup>, o órgão absorve grande parte dos poderes da assembleia geral.

Historicamente, podemos citar três fases na sua evolução. Na primeira delas notava-se uma composição primordialmente familiar, enquanto na segunda, ainda em tempos de adaptação, o conselho lutava para adquirir alguma independência e profissionalização, como comenta Nelson Eizirik,

“Num primeiro momento, dada a dificuldade de compreensão de suas reais funções por parte do empresariado, sua composição abrigava predominantemente membros da família do acionista controlador e diretores (...). Num segundo momento, passou-se a convidar para o conselho também alguns membros externos, “independentes, mas nem tanto”, usualmente pessoas que já prestavam serviços à companhia, como advogados ou consultores econômicos e financeiros”<sup>54</sup>.

Na atualidade, o conselho de administração passou a empregar profissionais de mercado, com alguns membros independentes, sem qualquer vínculo com os controladores ou com a Companhia, como veremos mais adiante<sup>55</sup>. Além disso, o referido órgão caracteriza-se como o principal agente da governança corporativa da sociedade, pois representa a

---

<sup>52</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Lei das S.A.*, 2 ed. Rio de Janeiro, 1996, v. 2, p. 130.

<sup>53</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 267.

<sup>54</sup> *Ibid*, p. 260.

<sup>55</sup> *Ibid*, p. 260.

ligação entre os acionistas e a sistema de gestão da Companhia, responsável por orientar e supervisionar as atividades, através da conciliação dos interesses das diferentes partes envolvidas na Companhia, buscando sempre otimizar o retorno dos investimentos no longo prazo<sup>56</sup>.

O Estatuto Social poderá dispor livremente sobre convocação, instalação e funcionamento do Conselho de Administração, com algumas exceções, conforme explicitado adiante. No seu silêncio, cumprirá seguir as regras relativas à Assembleia Geral. Além disso, suas competências estão elencadas no artigo 142 da Lei das S.A., de modo não exaustivo, podendo o estatuto social modificar a sua extensão.

Como dito anteriormente, no direito americano, o conselho de administração, em geral considerado um órgão obrigatório para a estrutura da Companhia<sup>57</sup>, assume as mesmas funções, as quais o aproximam de um órgão fiscalizador, do que de um órgão representativo:

“The board has traditionally been charged with the duty and responsibility of managing the business and affairs of the corporation, determining corporate policies, and selecting the officers and agents who carry on the details administration of the business. In large, publicly held corporations, the role of directors has been increasingly seen as involving oversight and review rather than actual management”<sup>58</sup>.

<sup>56</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 265.

<sup>57</sup> Model Business Corporation Act, modelo legislativo, criado pelo *Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law* com apoio da *American Bar Foundation* e internalizado como legislação societária por diversos estados americanos, estabelece: §8.01. *REQUIREMENT FOR AND DUTIES OF BOARD OF DIRECTORS. (a) Except as provided in section 7.32, each corporation must have a board of directors. A legislação societária de Delaware, por sua vez, permite que o estatuto social estabeleça a existência ou não do conselho de administração: §141 Board of directors; powers; number, qualifications, terms and quorum; committees; classes of directors; nonstock corporations; reliance upon books; action without meeting; removal. (a) The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation.*”

<sup>58</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 380. Em tradução livre: “o conselho de administração, tradicionalmente, foi encarregado do deveres e responsabilidades de gerenciar o negócio e os assuntos da Companhia, determinando as políticas corporativas e selecionando os diretores e agentes que assumem a administração mais detalhada do negócio. Em grandes Companhias de capital aberto, o papel dos conselheiros se desenvolveu

Diferencia-se, no entanto, do Direito brasileiro, ao dispor em sua legislação, o Estado de *Delaware* e a *Model Business Corporation Act*, os quais concedem expressa autorização para que certas decisões sejam tomadas sem a necessidade de reunião do conselho, conforme se demonstra abaixo, respectivamente, o que não ocorre na legislação brasileira.

“§141(f) Unless otherwise restricted by the certificate of incorporation or bylaws, any action required or permitted to be taken at any meeting of the board of directors or of any committee thereof may be taken without a meeting if all members of the board or committee, as the case may be, consent thereto in writing, or by electronic transmission and the writing or writings or electronic transmission or transmissions are filed with the minutes of proceedings of the board, or committee”.

“§8.21. ACTION WITHOUT MEETING

(a) Except to the extent that the articles of incorporation or bylaws require that action by the board of directors be taken at a meeting, action required or permitted by this Act to be taken by the board of directors may be taken without a meeting if each director signs a consent describing the action to be taken and delivers it to the corporation”.

Assim como na diretoria, existem diferentes teorias que podem explicar a origem dos poderes recebidos pelos conselheiros, quais sejam: (i) teoria da agência, como aplicada à diretoria, a qual explica que os poderes advêm dos acionistas que delegam poderes aos seus agentes; (ii) a teoria da concessão, que determina que o poder é autorizado pelo estado; (iii) a teoria do *Platonic Guardian* (“guardião platônico”), descrevendo que o conselho é uma aristocracia ou grupo de supervisores criado por disposição estatutária; e (iv) a teoria *sui generis*, a qual caracteriza a referida relação não como agentes, mas como fiduciários, cujos deveres governam a Companhia, sendo, portanto, sua relação *sui generis*. A doutrina majoritária parece creditar a origem do papel do *board* à quarta teoria<sup>59</sup>.

---

*cada vez mais de modo a envolver a supervisão e revisão do que administração propriamente dita”.*

<sup>59</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K, *op. cit.*, p. 380; CARVALHOSA, Modesto, *op cit.*, p. 71.

## 2.1 Composição do Conselho de Administração:

O Conselho de Administração, de acordo com a Lei das S.A.<sup>60</sup>, será composto de, no mínimo três membros, acionistas ou não, os quais deverão ser pessoas naturais. Os membros deverão ter um mandato limitado a três anos, sendo permitida a reeleição.

O número de membros do Conselho na legislação brasileira seguiu a corrente adotada por alguns países da Europa, estabelecendo um número mínimo de componentes, diferentemente do direito norte-americano, no qual o Conselho pode ser composto por um ou dois membros, conforme dispõe a legislação societária de *Delaware*, bem como a *Model Business Corporation Act*<sup>61</sup>.

De acordo com Nelson Eizirik<sup>62</sup>, a Lei das S.A. objetivou impedir a ocorrência de empate e, conseqüentemente, a impossibilidade de atuação do órgão. Por outro Lado, conforme Paulo Campos Salles de Toledo, “fixar um número mínimo, ciente de que, abaixo dele, o conselho, formado somente por um ou dois acionistas, seria um órgão autocrático, bem diverso daquele,

---

<sup>60</sup> “Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: I - o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembleia ou pelo próprio conselho; II - o modo de substituição dos conselheiros; III - o prazo de gestão, que não poderá ser superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição; IV - as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho, que deliberará por maioria de votos, podendo o estatuto estabelecer quorum qualificado para certas deliberações, desde que especifique as matérias. Parágrafo único. O estatuto poderá prever a participação no conselho de representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta, organizada pela empresa, em conjunto com as entidades sindicais que os representem”.

<sup>61</sup> Delaware General Corporation Law, “§141 Board of directors; powers; number, qualifications, terms and quorum; committees; classes of directors; nonstock corporations; reliance upon books; action without meeting; removal. (...) (b) The board of directors of a corporation shall consist of 1 or more members, each of whom shall be a natural person. The number of directors shall be fixed by, or in the manner provided in, the bylaws, unless the certificate of incorporation fixes the number of directors, in which case a change in the number of directors shall be made only by amendment of the certificate”; Model Business Corporation Act: 8.03. NUMBER AND ELECTION OF DIRECTORS (a) A board of directors must consist of one or more individuals, with the number specified in or fixed in accordance with the articles of incorporation or bylaws.

<sup>62</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 272

representativo das diferentes correntes acionárias, que corresponde ao modelo buscado pelo legislador”<sup>63</sup>.

Um fator importante é a necessidade de que os integrantes do Conselho sejam profissionais com experiência e reputação no mercado, com *background* variado, mas que venham de outros cargos executivos, tendo amplo conhecimento de controle de riscos e dos negócios nos quais a Companhia atua<sup>64</sup>. Tais características são importantes uma vez que o papel que o Conselho desempenha no âmbito de uma Companhia inclui não somente a posição intermediária entre a Diretoria e os acionistas, como dito anteriormente, como também a atenção pelos deveres e responsabilidades da função que desempenham, conforme previsto na Seção IV da Lei das S.A., que deverão ser amplamente conhecidos pelo conselheiro, sob pena de sofrerem uma ação de responsabilidade. A profissionalização do Conselho, conseqüentemente, o torna mais eficaz e eficiente, sempre que se escolham conselheiros mais competentes.

Além disso, como afirma Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, o Conselho é o órgão que deve representar detentores de diferentes níveis de participação acionária na Companhia. A Lei das S.A., no parágrafo único do artigo 140, em concordância com o artigo 7º, inciso XI da Constituição Federal, explicita que o Conselho poderá prever a participação de um representante dos empregados, em conjunto com entidades sindicais que os representem. Deste modo, entende-se que, até mesmo pelo papel de destaque na concretização de uma governança corporativa eficaz, o Conselho deve balancear e garantir que todos os segmentos da Companhia estejam alinhados conforme os objetivos e interesses da própria. Não se pode olvidar, ainda, que os meios de eleição de seus membros, como se

---

<sup>63</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. O Conselho de Administração na Sociedade Anônima, cit. p. 27-28 in BRITO, Alessandro Vicente de. *O Conselho de Administração da Sociedade Anônima*. Revista de Direito Empresarial, Curitiba, nº 6, jul/dez. 2006, p.137.

<sup>64</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p.269.

verá a diante, permite que o Conselho de Administração tenha, em sua composição, representantes dos acionistas minoritários, excetuando-se ao princípio majoritário aplicado às deliberações dos órgãos que compõem a Companhia, contribuindo também para a composição heterogênea do Conselho.

Conforme determinação do artigo 140 da Lei das S.A., o órgão deverá ter um membro eleito para exercer a função de presidente. O modo de eleição deverá ser estabelecido no estatuto, devendo ser eleito um substituto, podendo ser realizada pela assembleia geral ou pelo próprio Conselho. De acordo com Modesto Carvalhosa:

“Essa competência estatutariamente estabelecida de um ou de outro órgão é privativa e alternativa. Não obstante, havendo impasse sobre a eleição do presidente do órgão, caberá substitutivamente ao outro órgão fazê-lo diante da necessidade absoluta de composição plena dos órgãos sociais, para o seu funcionamento regular”<sup>65</sup>.

Tal função possui competências específicas, sendo responsável por dirigir e ordenar o desenvolvimento do órgão, bem como coordenar e organizar todas as etapas das reuniões, nas quais as políticas gerais da companhia são estabelecidas e seus diretores eleitos. É importante que o estatuto estabeleça e delimite os poderes do presidente do Conselho, uma vez que o presidente pode ter atribuições individuais, mesmo que o órgão no qual atue tenha natureza de deliberação coletiva.

Apesar de ter funções específicas, nada impede o presidente do Conselho de Administração de exercer papel na Diretoria da Companhia, mesmo ocupando cargo de diretor executivo. De acordo com Alessandro

---

<sup>65</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 295.

Vicente de Brito, essa hipótese tornaria, no entanto, questionável a isenção de tal membro ao exercer função em órgão supervisionado e supervisor<sup>66</sup>.

## 2.2 Eleição e o Voto Múltiplo

Em regra, a eleição dos membros do Conselho de Administração se dará pela Assembleia Geral Ordinária da Companhia, nos quatro primeiros meses após o encerramento do exercício social, de acordo com o artigo 132 da Lei das S.A., podendo ser destituídos a qualquer tempo, mesmo antes de seus mandatos terem terminado, com exceção de membros eleitos por votação em separado. Contudo, caso algum conselheiro renuncie ao seu cargo ou faleça, não tendo terminado o mandato para o qual foi eleito, por exemplo, será necessário substituí-lo, podendo, portanto, ser convocada a Assembleia Geral Extraordinária para que seu substituto seja eleito<sup>67</sup>.

A Lei das S.A. estabelece que cada ação terá direito a um voto na Assembleia<sup>68</sup>. De acordo com Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, ressalvado o processo de eleição por voto múltiplo, a eleição dos membros do Conselho se dará por analogia ao artigo 129 da Lei das S.A., referente à Assembleia Geral, respeitando ao princípio majoritário, aplicando-se o quórum de maioria absoluta. Consequentemente, o acionista majoritário será capaz de eleger o maior número de Conselheiros, sendo este, inclusive, uma das premissas necessárias para considerá-lo acionista controlador, conforme artigo 116 da Lei das S.A.<sup>69</sup>.

A Lei das S.A. estabelece, ainda, que o método de votação por *default* será o da eleição por chapas, através do qual “cada voto é dado a

---

<sup>66</sup> BRITO, Alessandro Vicente de. *O Conselho de Administração da Sociedade Anônima*. Revista de Direito Empresarial, Curitiba, nº 6, jul./dez. 2006, p.138.

<sup>67</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p.142.

<sup>68</sup> “Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral.”

<sup>69</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 279.

uma relação de candidatos para todos os cargos a serem preenchidos, designada “chapa”<sup>70</sup>. Tal chapa poderá ser proposta por qualquer acionista, caso o estatuto seja silente a respeito do modo de formação.

Apesar das chapas ser um método de escolha que impede a eleição de membros incompatíveis entre si, devido ao princípio majoritário, o acionista controlador será quem predominantemente comandará a composição e proposição das chapas, bem como terá o maior número de conselheiros eleitos, impedindo a representação eficaz de acionistas minoritários.

Neste sentido, é possível dizer que a composição e o número de membros do Conselho de Administração será uma decisão política. Conforme ensinam Lamy e Bulhões, o número de conselheiros afetará o exercício de direitos políticos dos minoritários e terá impacto no controle da Companhia, uma vez que, quanto maior o número de conselheiros, maior será o número proporcional de representantes dos minoritários eleitos através do voto múltiplo<sup>71</sup>.

Sendo assim, a Lei das S.A. confere vantagem política a dois grupos de acionistas que não conseguem eleger seus representantes por meio da eleição por chapas, através da possibilidade de eleição de membros do Conselho de Administração por meio da votação em separado e do voto múltiplo. Passemos à explicação de tais processos.

Primeiramente, a eleição de conselheiros em votação separada está prevista no artigo 18 e nos parágrafos 4º a 6º da Lei das S.A. e estabelece que acionistas titulares de ações com direito a voto que representem, pelo menos, 15% do capital social votante da Companhia (inciso I, parágrafo 4º

---

<sup>70</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1038.

<sup>71</sup> *Ibid*, p.1034 e 1035.



do artigo 141) e, acionistas titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito que totalizem 10% do capital social (inciso II, parágrafo 4º do artigo 141) terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do Conselho de Administração, vencendo aquele representante que obter votos da maioria dos presentes na votação. Tais reuniões não terão a presença do acionista controlador, permitindo, assim, que tais acionistas consigam representatividade mínima no Conselho<sup>72</sup>.

Caso tais porcentagens não sejam atingidas, a Lei das S.A. permite que aos acionistas seja facultado agregar suas ações para eleger, em conjunto, um membro e seu suplente para compor o Conselho, conforme dispõe o parágrafo 5º do artigo 141.

Por outro lado, a eleição por voto múltiplo, prevista no caput do artigo 141, dispõe que cada ação deterá tantos votos quanto sejam os membros do Conselho de Administração a serem eleitos, podendo o acionista decidir cumular seus votos em um candidato, ou distribuí-los entre vários. Neste caso, será eleito o candidato com o maior número de votos. Conforme dispõe Lamy e Bulhões:

“A função do voto múltiplo é assegurar a representação proporcional dos acionistas no Conselho de Administração. (...) Na eleição por voto múltiplo cada acionista pode concentrar os votos em um ou mais candidatos, com o resultado prático de tornar possível que um ou mais dos membros do Conselho sejam eleitos pelas minorias. Esse resultado, que é a razão de ser de a lei impor a eleição por voto múltiplo, é sempre alcançado desde que a minoria disponha do número mínimo de votos necessários para eleger ao menos um membro do Conselho e concentre seus votos no mesmo candidato”<sup>73</sup>.

Tal direito poderá ser requerido por acionistas que representem 10% do total do capital social votante da Companhia, mediante notificação com 48 horas de antecedência da Assembleia Geral. O parágrafo 1º do artigo

---

<sup>72</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 281

<sup>73</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1045 e 1046.

141 também prevê que, antes do início dos trabalhos, a mesa deverá informar aos acionistas o número de votos mínimo necessário para a eleição de cada membro do Conselho.

No direito americano, a figura do voto múltiplo também está presente, sendo chamada de *cumulative voting*, em contraposição ao *straight voting* (como nossa eleição por chapas). A doutrina define e explicita:

*“Cumulative voting is the privilege of multiplying the number of shares held by the number of directors to be elected and casting the product for a single candidate or distributing the product among two or more candidates”*<sup>74</sup>.

*“Obviously, the effect of cumulative voting is that it increases minority participation on the board of directors. In straight voting, the shareholder with 51 percent of the vote elects the entire board; in cumulative voting, a relatively small faction (...) may obtain representation on the board.*

*(...)*

*One undesirable aspect of cumulative voting is that it tends to be a little tricky. If a shareholder casts votes in an irrational or inefficient way, he may not get the directorships his position entitles him to”*<sup>75</sup>.

Relevante notar que, em alguns estados americanos, o voto múltiplo é obrigatório por lei. Em outras legislações, esse mecanismo só pode ser requerido caso previsto em estatuto. É possível, então, que o estatuto social determine a utilização do voto múltiplo em todas ou algumas as deliberações<sup>76</sup>. Nos casos em que tal dispositivo foi adotado pelas

<sup>74</sup> COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee, *op. cit.*, vol. II, p. 764.

<sup>75</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K, *op. cit.*, p. 410-411. Em tradução livre: “Obviamente, o efeito do voto múltiplo é aumentar a participação da minoria no conselho de administração. Na eleição por chapas, o acionista com 51% dos votos elege todo o conselho; no voto múltiplo, uma parte relativamente menor (...) consegue obter representação no conselho. (...) Um aspecto indesejado do voto múltiplo é que ele tende a ser traiçoeiro. Se o acionista votar de forma irracional ou ineficiente, ele pode não ter o directorado ao qual a sua posição lhe dá direito”.

<sup>76</sup> Del. Gen. Corp. Law: “§ 214 Cumulative voting. The certificate of incorporation of any corporation may provide that at all elections of directors of the corporation, or at elections held under specified circumstances, each holder of stock or of any class or classes or of a series or series thereof shall be entitled to as many votes as shall equal the number of votes which (except for such provision as to cumulative voting) such holder would be entitled to cast for the election of directors with respect to such holder's shares of stock multiplied by the number of directors to be elected by such holder, and that such holder may cast all of such votes for a single director or may distribute them among the number to be voted for, or for any 2 or more of them as such holder may see fit”; Model Business Corporation Act: “§ 7.28.VOTING FOR DIRECTORS;

Companhias, foi considerado injusto o direito do acionista majoritário de retirar tal previsão<sup>77</sup>.

Além disso, outro detalhe importante é a questão da destituição de membros quando houver eleição por voto múltiplo. Conforme o parágrafo 2º do artigo 141, a destituição de qualquer membro do Conselho resultará na destituição de todos os demais, devendo, então, proceder-se a nova eleição. Deste modo, procura-se impedir que a maioria da Assembleia Geral possa desconfigurar a composição representativa proporcional do Conselho, destituindo aqueles conselheiros que representem a minoria<sup>78</sup>. Comparativamente, a legislação de *Delaware*, no seu item §141(b), determina que os conselheiros não podem ser destituídos a qualquer tempo, devendo finalizar os mandatos para os quais foram eleitos, ressalvado o direito de renunciarem aos cargos a qualquer tempo<sup>79</sup>.

De acordo com Jeffrey N. Gordon, existem muitos argumentos favoráveis à prática do voto múltiplo. Entre eles, podemos citar, por

---

*CUMULATIVE VOTING. (a) Unless otherwise provided in the articles of incorporation, directors are elected by a plurality of the votes cast by the shares entitled to vote in the election at a meeting at which a quorum is present. (b) Shareholders do not have a right to cumulate their votes for directors unless the articles of incorporation so provide*".

<sup>77</sup> COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee, *op. cit.*, vol. II, p. 767; *Maddock v. Vorclone Corp.*, 147 A. 255 (Del. Ch. 1929).

<sup>78</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1049.

<sup>79</sup> Del. Gen. Corp. Law §141 "Board of directors; powers; number, qualifications, terms and quorum; committees; classes of directors; nonstock corporations; reliance upon books; action without meeting; removal. (b) The board of directors of a corporation shall consist of 1 or more members, each of whom shall be a natural person. The number of directors shall be fixed by, or in the manner provided in, the bylaws, unless the certificate of incorporation fixes the number of directors, in which case a change in the number of directors shall be made only by amendment of the certificate. Directors need not be stockholders unless so required by the certificate of incorporation or the bylaws. The certificate of incorporation or bylaws may prescribe other qualifications for directors. Each director shall hold office until such director's successor is elected and qualified or until such director's earlier resignation or removal. Any director may resign at any time upon notice given in writing or by electronic transmission to the corporation. A resignation is effective when the resignation is delivered unless the resignation specifies a later effective date or an effective date determined upon the happening of an event or events. A resignation which is conditioned upon the director failing to receive a specified vote for reelection as a director may provide that it is irrevocable. A majority of the total number of directors shall constitute a quorum for the transaction of business unless the certificate of incorporation or the bylaws require a greater number (...)"

exemplo, o fator democrático de possibilitar a representação de acionistas com grande número de ações (mas ainda assim, considerado minoritário) seja capaz de ter uma voz na condução dos negócios, bem como o fato de que é positivo que o conselho de administração seja composto de pessoas com diferentes pontos de vista<sup>80</sup>.

Importante ressaltar, no entanto, que a Lei das S.A. cria outra vantagem política para garantir maioria de representação de acionista ou grupo de acionistas que detenham mais de 50% das ações com direito a voto. O parágrafo 7º do artigo 141 assim dispõe:

“§7º Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, componha o órgão.”

Consequentemente, garante-se que o Conselho seja composto por maioria de representantes do acionista ou grupo de acionistas que detenham o controle da Companhia, pois, mesmo que o Conselho deva ser composto por representantes de diferentes grupos de acionistas na Companhia, este deve sempre obedecer à proporcionalidade de composição do capital social, ou seja, terá, em sua maioria, membros que representem o acionista ou grupo de acionistas que detém mais ações.

### **2.2.1 Breves Considerações sobre os Conselheiros Independentes**

A Lei das S.A. não prevê a necessidade da existência de Conselheiros Independentes no âmbito da Companhia. Contudo, de acordo com as tendências atuais de governança corporativa adotadas ao redor do

---

<sup>80</sup> GORDON, Jeffrey N. *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting*, 94 Colum.L.Rev. 124 (1994) *apud* HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 411.

mundo, o Brasil também passou a exigir a diferenciação interna entre conselheiros como meio de conferir “uma percepção de independência e imparcialidade internamente”.<sup>81</sup>

Tal figura surgiu como regra no Brasil em 2006, quando da reforma dos regulamentos dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, quais sejam, no Nível 2 e Novo Mercado. De acordo com tais regulamentos, em seus itens 5.3 e 4.3, respectivamente, o Conselho de Administração deverá ser composto de, no mínimo, 20% de conselheiros independentes.

Em linhas gerais, pode-se definir conselheiro independente “aquele que não possui vínculo presente ou passado com a organização e/ou seu grupo de controle, não sofrendo, portanto, influência significativa de grupos de interesses”<sup>82</sup>. O objetivo seria que tais figuras se preocupassem apenas com a preservação e criação de valor para a organização como um todo.

Além da definição acima descrita, cabe destacar os critérios objetivos previstos nos referidos regulamentos da BMF&BOVESPA, bem como do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, que caracterizam de modo a independência de vínculos presentes e passados. Entende-se, portanto, que tais conselheiros:

“[Caracterizam]-se por: (i) não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital; (ii) não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia; (iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade

---

<sup>81</sup> Guia de Orientação Jurídica de Conselheiros de Administração e Diretores, Série Cadernos de Governança Corporativa nº 11, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo: IBGC, 2012, p. 16

<sup>82</sup> *Ibid*, p. 16

que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; e (vii) não receber outra remuneração da Companhia além daquela relativa ao cargo de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição)”.<sup>83</sup>

Ressalve-se que, para o IBGC, a participação acionária não relevante do conselheiro deverá impedi-lo de agir mais como acionista do que como conselheiro, podendo, conseqüentemente, comprometer sua independência. Tal Instituto sugere, ainda, que a maioria de membros do Conselho deva ser de independentes.

Já se discute, no entanto, a importância de composição do Conselho de Administração por tais figuras. Isto porque a pressão para as Companhias ajustarem seus Conselhos de acordo com tais exigências de governança corporativa que se espalharam pelos mercados internacionais, deixaria pouco espaço para a representatividade dos diversos grupos de acionistas no Conselho, podendo, inclusive, impedir que outras qualidades relevantes sejam consideradas, como experiência no setor e familiaridade com o negócio<sup>84</sup>.

A *New York Stock Exchange*- NYSE, a Bolsa de Valores de Nova Iorque, por exemplo, cita como critério de independência que, em Companhias de capital pulverizado, tais conselheiros não devem ser acionistas da Companhia. Critica-se tal visão, contudo, uma vez que a existência de administradores acionistas representaria um interesse econômico na empresa e, conseqüentemente, um compromisso com seu desenvolvimento em longo prazo. De acordo com Bob Tricker, fundador e editor da revista *Corporate Governance: An International Review*:

---

<sup>83</sup>Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf> e <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-2.pdf>, Acesso em 27 de out 2015.

<sup>84</sup> TANOUE, Luciana. *O Conselho que Queremos – Eficácia dos boards com grande parcela de independentes é questionada no Brasil e no mundo*. Independentes Demais, Revista Capital Aberto, Junho/2013, p. 29.

“(...) The more independent directors are, the less they are likely to know about the company, its business and its industry. Conversely, the more directors know about the company’s business, organization, strategies, markets, competitors, and technologies, the less independent they become. Yet such people are exactly what top management needs to contribute to its strategy, policy making and enterprise risk assessment”<sup>85</sup>.

Pode-se concluir, portanto, que tais exigências de independência somente apresentem real vantagem para o investidor quando forem acompanhadas de desempenho. Sendo assim, é necessário observar, ainda, os critérios de experiência e reputação do profissional no mercado<sup>86</sup>.

### 2.3 Deveres dos Administradores e o *Business Judgment Rule*

Outro ponto de importante consideração neste trabalho, são os deveres e responsabilidades dos administradores, que estão detalhadamente estabelecidos na Lei das S.A. na Seção IV do Capítulo XII, correspondendo aos artigos 153 a 160. Apesar de poucos, tais artigos são considerados pelos doutrinadores como alguns dos mais relevantes e pioneiros da Lei das S.A., se não os mais relevantes<sup>87</sup>.

Os administradores de uma sociedade anônima são chamados no direito americano de *fiduciaries*. Isto porque “*in fulfilling their managerial*

---

<sup>85</sup>TANOUE, Luciana. *O Conselho que Queremos – Eficácia dos boards com grande parcela de independentes é questionada no Brasil e no mundo*. Independentes Demais, Revista Capital Aberto, Junho/2013, p. 30., Disponível em: <https://corporategovernanceoup.wordpress.com/2010/12/06/is-director-independence-so-important/>, acesso em 27 de out 2015. Em tradução livre, “*Quanto mais independentes são os conselheiros, menores as chances de eles conhecerem profundamente a empresa, seus negócios e a indústria. Por outro lado, quanto mais eles sabem sobre a Companhia, suas estratégias, mercados, concorrentes e tecnologias, menos eles se tornam independentes. Mesmo assim, tais pessoas são exatamente aquelas que a alta administração necessita para contribuir com a estratégia, a criação de políticas e a avaliação de risco do negócio da Companhia*”.

<sup>86</sup>TANOUE, Luciana. *O Conselho que Queremos – Eficácia dos boards com grande parcela de independentes é questionada no Brasil e no mundo*. Independentes Demais, Revista Capital Aberto, Junho/2013, p. 29 e 30.

<sup>87</sup>LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1084; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 112; e MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, v. 2, t. 1, n. 684, p. 366.

*responsibilities, director[s] (...) are charged with fiduciary duty to the corporation and to the corporation's shareholders*”<sup>88</sup>.

Como explicitado anteriormente, com a complexidade dos negócios e o refinamento das técnicas administrativas de uma Companhia frente ao mercado internacional, tornou-se necessária a adaptação das estruturas das Sociedades Anônimas para permitir a entrada de administradores executivos oriundos do mercado, separando-se, assim, a propriedade da gestão. Com este fenômeno, fez-se obrigatória a delimitação da liberdade de atuação destes gestores, como meio de proteger os acionistas de eventuais abuso de poderes. Oscar Brina Correia Lima expõe:

“os acionistas abandonam o exercício de seus poderes. E o legislador deve levar em conta este fenômeno. Cabe-lhe defender a massa dos acionistas contra o abuso de poderes por parte dos administradores. A lei partiu do pressuposto positivo – e acertado – de que os administradores de companhias são, em regra, honestos, diligentes e leais”<sup>89</sup>.

O referido autor ensina, ainda, que o papel do legislador seria de armar uma estrutura que viabilizasse a otimização da capacidade gerencial das Companhias. Quando inserido em um cenário de capital pulverizado, sem controlador definido e sem presença atuante de acionistas, o papel do administrador se revela ainda mais importante, uma vez que, na prática, será ele responsável por levar os negócios adiante obedecendo os valores e interesses dos acionistas e da Companhia.

Neste sentido, tornou-se imprescindível que fossem explicitados na Lei os padrões de comportamento em probidade que pautam a atuação do administrador no cumprimento de suas funções, presumindo sua honestidade e diligência. A exposição de motivos da Lei das S.A. declara

---

<sup>88</sup> *Guth v. Loft, Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939). Em tradução livre: “ao cumprirem com suas responsabilidades gerenciais, os conselheiros são encarregados de deveres fiduciários para com a Companhia e seus acionistas”.

<sup>89</sup> LIMA, Oscar Brina Correia, \_\_\_\_\_. 1989, p. 46 *apud* LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1085.



que tais artigos meramente exemplificam padrões de comportamento, como um manual pedagógico, de fácil interpretação, que permearia todas as condutas e obrigações descritas na Lei das S.A., coibindo abusos. Ao optar por este sistema, a Lei das S.A. brasileira seguiu o caminho trilhado pela legislação europeia e norte-americana<sup>90</sup>.

Assim, nos aproximamos muito do entendimento adotado pela Suprema Corte de *Delaware*<sup>91</sup> ao estabelecer que tais parâmetros de análise de conduta dos administradores não devem ser considerados padrões exigíveis de responsabilização, mas apenas uma base de interpretação na análise dos comportamentos e obrigações estabelecidas na Lei das S.A. Destaca-se de tal entendimento:

“todas as boas práticas de governança corporativa incluem o cumprimento de regras estatutárias e precedentes judiciais que estabelecem obrigações fiduciárias. A aspiração a boas práticas de governança corporativa que perpassem os limites mínimos legais impostos pela lei societária, no que tange ao Conselho de Administração, são extremamente recomendáveis, o que normalmente tende a beneficiar acionistas e, por vezes, reduz litígios, assim como evita a responsabilização dos administradores. Não obstante, essas ideias não são exigidos pela legislação empresária e não definem padrões de responsabilização”<sup>92</sup>.

No mesmo sentido, a Corte de Apelação do Estado de Nova Iorque expõe:

*“The directors are bound by all those rules of conscientious fairness, morality, and honesty in purpose which the law imposes as the guides for those who are under the fiduciary obligations and responsibilities. They are held, in official action, to the extreme measure of candor, unselfishness, and good faith. Those principles are rigid, essential, and salutary”*<sup>93</sup>.

<sup>90</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1086 e 1087;

<sup>91</sup> *Brehm v. Eisner*, 746A.2d 244, 256, Del. 2000

<sup>92</sup> *Brehm v. Eisner*, 746A.2d 244, 256, Del. 2000 *apud* LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1088.

<sup>93</sup> *Kavanaugh v. Kavanaugh Knitting Co.*, 226 NY 185, 123 N.E. 148, 151 (1919). Em tradução livre: “Os administradores estão amarrados por todas as regras de justiça e moralidade e honestidade conscienciosas conforme o propósito imposto pela lei para aqueles sob obrigações e responsabilidades fiduciárias. Eles são mantidos, em ações oficiais, pelas medidas extremas da franqueza, do altruísmo e da boa-fé. Tais princípios são rígidos, essenciais e salutares”.

Passemos, então à análise dos principais deveres dos administradores.

### 2.3.1 Dever de Diligência ou *Duty of Care*

Na legislação e doutrina brasileiras, o dever de diligência é entendido como um dos mais importantes e se encontra desenhado no artigo 153 da Lei das S.A., o qual expõe:

“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”.

À primeira vista, poderia se entender que o artigo acima utiliza-se do padrão comum adotado no sistema jurídico brasileiro, fundamentado pelo direito romano, dispondo do homem probo, pai de família, o qual tem-se como modelo para análise das condutas, conforme dispõe o Código Civil<sup>94</sup>. Contudo, entende-se que tal visão estaria parcialmente correta, ao exprimir a obrigação do administrador de atuar com zelo e cuidado, como atuaria tratando-se de seu próprio negócio, cumprindo satisfatoriamente sua função, se esforçando da melhor forma para alcançar os objetivos que lhe cabem e cuidando do patrimônio da sociedade.

Importante notar, contudo, que os administradores de sociedades que tem como contexto o emprego de risco no desenvolvimento de suas atividades<sup>95</sup>. Refuta-se a interpretação de tal princípio no seu aspecto conservador, pois não é suficiente esperar dos gestores de uma Companhia apenas o emprego de cuidado, nem tampouco basta que estes se espelhem apenas em homens médios. Conforme ensina Fran Martins:

---

<sup>94</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p.153

<sup>95</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1092;

“a simples honestidade, boa vontade ou diligência de um homem ativo e probo não são bastantes para fazer com que ele exerça funções de administrador da sociedade; necessário é que haja conhecimentos técnicos e que o administrador atue profissionalmente (...)”<sup>96</sup>

Há, portanto, uma necessidade de expandir o conceito de diligência para abarcar, inclusive, a importância do gestor de empregar seu conhecimento e técnica para, por meio assunção de riscos característica da atividade, obter lucros e multiplicar o patrimônio na sociedade, além de apenas preservá-lo, como se espera do homem probo<sup>97</sup>. Trata-se de seguir um modelo de *businessman*<sup>98</sup> e não apenas de pai de família.

Note-se que, o dever de diligência presume um esforço razoável para que se utilize todos os meios para alcançar o objetivo. Sendo assim, não se trata de uma obrigação de fim, mas de meio. Busca-se que o administrador empregue seus melhores esforços para obter tal resultado. A responsabilidade recai, portanto, sobre o esforço e o cuidado empregados na atividade, mas não sobre o fim ao qual se chegou<sup>99</sup>.

Conclui-se, portanto, que os administradores tem discricionariedade para determinar os riscos que estarão dispostos a correr, com base no cumprimento do interesse social. Desvincula-se, assim, a Lei das S.A. do êxito do negócio as condutas dos administradores, uma vez que não há obrigação de administrar com sucesso, mas apenas com diligência<sup>100</sup>.

Tal conduta deverá ser analisada casuisticamente, não se podendo antecipar quais comportamentos se caracterizam como diligentes. Como

---

<sup>96</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 4ª ed., 2010, p. 572

<sup>97</sup> EIZIRIK, Nelson, *op.cit*, p.153.

<sup>98</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *op.cit*, p. 1092.

<sup>99</sup> PARENTE, Flavia. *O Dever de Diligência dos Administradores e Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 50; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2011, 5ª ed., vol. 3, p. 322.

<sup>100</sup> BONELLI, \_\_\_\_\_. 2004, p. 162 *apud* LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1104; LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1092.

dito, tal artigo expõe um modelo a ser seguido, sem pretender visualizar de antemão todas as circunstâncias que surgirão na atividade empresária e que exigirão uma conduta diligente dos administradores<sup>101</sup>. Neste sentido, tais condutas deverão ser analisadas com base na “razoabilidade da conduta adotada, ainda que se possa admitir que outra fosse mais apropriada”<sup>102</sup>.

A doutrina brasileira espelhou-se na experiência dos tribunais norte-americanos e no *Guidebook of Directors*, elaborado pela *American Bar Association*, para delimitar o contorno de alguns comportamentos diligentes. Em linhas gerais, o referido *Guidebook* define *duty of care* como:

“ a director’s duty of care relates to the director’s responsibility to exercise appropriate diligence in making decisions and taking other action, as well as in overseeing management of the Corporation”<sup>103</sup>.

Administrar com diligência pressupõe a adoção de algumas condutas adicionais e acessórias, como o dever de se informar (*the right to be informed, disclosure among directors* e *right to rely on others*), o dever de investigar e de intervir (*inquiry*), o dever de vigilância, e de assiduidade (*time commitment and regular attendance*)<sup>104</sup>.

Assim, em explicação sintética, podemos, primeiramente, expor que o dever de se informar e de *disclosure among directors* determina que o administrador cuidadoso busque as informações suficientes a respeito das matérias a serem discutidas nas reuniões, para que possam tomar decisões conscientes e baseadas em conhecimentos sobre os negócios da Companhia

<sup>101</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *op.cit.*, p. 1101;

<sup>102</sup> Voto de Luiz Antonio de Sampaio Campos no Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/1173, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. em 02.10.2003

<sup>103</sup> *American Bar Association. Corporate Director’s Guidebook*. The Business Lawyer, v. 56, n. 4, Chicago, p. 1582 in PARENTE, Flávia, *op. cit.*, p. 86: Em tradução livre: “o dever de diligência do conselheiro está relacionado com a sua responsabilidade de exercer a diligência apropriada a tomar decisões e atuar, assim como em supervisionar a administração da Companhia”.

<sup>104</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1106 e seguintes; PARENTE, Flavia, *op. cit.*, p. 101 e seguintes.

de uma maneira geral. Além disso, devem informar seus pares a respeito dessas informações consideradas importantes para condução dos negócios e para tomada de decisões.

De acordo com o *American Law Institute*, nos *Principles of Corporate Governance Analysis and Recommendations*, o administrador deve estar informado “nos limites daquilo que (...) admitir razoavelmente apropriado sob as circunstâncias do caso”<sup>105</sup>.

Ao mesmo tempo, o *right to rely on others* explicita o direito do administrador de confiar nas informações e documentos recebidos por outros membros da administração ou demais funcionários da Companhia, bem como em estudos e relatórios elaborados por auditores, caso não tenham motivos para desacreditar em tais dados fornecidos. Tal direito foi, inclusive, inserido no próprio texto da legislação de *Delaware*, no seu item §141(e)<sup>106</sup>.

Caso haja tais motivos que levem à uma desconfiança das informações recebidas, terá o administrador o direito de formar seu próprio julgamento e o dever de investigar e de intervir (*inquiry*). Isto significa que, se as informações recebidas levem a crer que existam condutas ilegais por parte dos funcionários ou demais administradores ou que as informações estejam inexatas ou preguem complicações para a Companhia, por exemplo, eles deverão ir a fundo, formando seu julgamento e intervindo, na

---

<sup>105</sup> American Law Institute. *Principles of Corporate Governance Analysis and Recommendations*, v. 1, St. Paul: Minn., 1994, p. 138 e139.

<sup>106</sup> Del. Gen. Corp. Law: §141 Board of directors; powers; number, qualifications, terms and quorum; committees; classes of directors; nonstock corporations; reliance upon books; action without meeting; removal. (...) (e) A member of the board of directors, or a member of any committee designated by the board of directors, shall, in the performance of such member's duties, be fully protected in relying in good faith upon the records of the corporation and upon such information, opinions, reports or statements presented to the corporation by any of the corporation's officers or employees, or committees of the board of directors, or by any other person as to matters the member reasonably believes are within such other person's professional or expert competence and who has been selected with reasonable care by or on behalf of the corporation.

medida que hajam “indícios razoáveis de fatos e circunstâncias específicas”, não sendo “necessário, todavia, que um [administrador] persiga tais fatos ou indícios a menos que apareçam sinais de alerta de algum tipo”, de acordo com os citados *Principles*<sup>107</sup>. Novamente, tais condutas devem ser limitadas no sentido de não impedir a tomada de riscos por parte do administrador, bem como uma eventual perda de oportunidade pelo medo de ser responsabilizado.

O direito de vigilância pressupõe a necessidade do administrador de monitorar o andamento geral dos negócios, bem como da condução de suas determinações e decisões. Não se busca uma análise diária e profunda das atividades ou de atos específicos, pois, assim, estaria se comprometendo a própria eficiência da administração. O gestor deve estar, contudo, a par das operações conduzidas e deve acompanhar com interesse permanente na gestão dos negócios.

Por fim, o dever de assiduidade revela a importância do administrador de participar das reuniões dos órgãos de administração, conforme aplicável<sup>108</sup>.

### **2.3.2. Dever de Lealdade ou *Duty of Loyalty***

O segundo dever geral dos administradores previsto na Lei das S.A. é o dever de lealdade, exposto no artigo 155 de modo puramente exemplificativo, o qual estabelece, baseando-se no direito inglês e norte-americano, o *standard of loyalty* segundo o qual o administrador deverá priorizar os interesses da Companhia, não podendo utilizar-se da posição que ocupa para obter benefícios próprios ou para terceiros. Além disso,

---

<sup>107</sup> American Law Institute. *Principles of Corporate Governance Analysis and Recommendations*, v. 1, St. Paul: Minn., 1994, p. 163 *apud* LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1108.

<sup>108</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.* . p. 351 e seguintes; LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1108 e seguintes.

deverá o administrador evitar que a Companhia sofra qualquer prejuízo ou deixe de auferir benefício como consequência de algum ato ou omissão de sua parte<sup>109</sup>.

Nelson Eizirik dispõe que, de acordo com o direito norte-americano, o dever sob análise se põe à prova em duas situações, quais sejam, (i) a utilização de oportunidade comercial da Companhia; e (ii) em operações nas quais o administrador tem interesses conflitantes com o da Companhia<sup>110</sup>.

Traça-se, aqui, um paralelo com o dever de diligência, uma vez que ambos pregam a necessidade de respeito ao interesse social como dever precípua dos administradores. De acordo com Paula Cristina Simões,

“ [a] obrigação de prosseguir o interesse da sociedade é um princípio geral que resulta da natureza fiduciária da relação de administração e fundamenta quer o dever de diligência, quer o dever de lealdade”<sup>111</sup>.

Assim, ambos os deveres pressupõe a posição de confiança<sup>112</sup> assumida pelos administradores e impõem que o interesse da Companhia prevaleça em suas ações, visando evitar situações de conflito de interesses<sup>113</sup>, isto é, situações que despertem o interesse pessoal dos administradores, principalmente no que tange as oportunidades comerciais que possam surgir para a Companhia, colocando sob prova a sua lealdade.

De acordo com o dito acima, a jurisprudência americana, caracterizou-se o dever de lealdade da seguinte forma:

---

<sup>109</sup> *American Bar Association, op. cit.*, p. 1583-1584, in PARENTE, Flávia, *op. cit.*, p. 150; LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1129.

<sup>110</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 366.

<sup>111</sup> SIMÕES, Paula Cristina Raposo Rodrigues Cabriz. *Os Deveres de Diligência e de Lealdade dos Administradores das Sociedades Anônimas*. 1998. Dissertação (Mestrado em Direito – Ciências jurídico-comerciais). Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 1998, p. 96 *apud* PARENTE, Flávia, *op. cit.*, p. 175.

<sup>112</sup> CARVALHOSA, Modesto, *op. cit.*, p. 289.

<sup>113</sup> PARENTE, Flávia, *op. cit.*, p. 175.

*“It is clear that a director owes loyalty and allegiance to the company – a loyalty that is undivided and an allegiance that is influenced in action by no consideration other than the welfare of the Corporation. Any adverse interest of a director will be subjected to a scrutiny rigid and uncompromising. He may not profit at the expense of his Corporation and in conflict with its rights; he may not for personal gain divert unto himself the opportunities which in equity and fairness belong to his Corporation. He is required to use his independent judgment. In the discharge of his duties a director must, of course, act honestly and in good faith, but that is not enough. He must also exercise some degree of skill and prudence and diligence”<sup>114</sup>.*

Como dito acima, o primeiro inciso do artigo 155 da Lei das S.A. dispõe que o conselheiro não deve se utilizar das oportunidades comerciais que tenha conhecimento em razão de seu cargo para obter benefícios próprios ou para terceiros, em prejuízo da Companhia<sup>115</sup>. Sendo parte estrutural da organização da mesma, os órgãos administrativos não devem se usurpar das informações que receberam em virtude de seus cargos, pois elas pertencem à Companhia e cabe à ela aproveitá-las<sup>116</sup>.

Na análise de tal artigo, os doutrinadores brasileiros fazem referência ao célebre caso *Guth vs. Loft, Inc.*<sup>117</sup>, o qual deu origem à doutrina do *corporate opportunity doctrine* ou *usurping the corporations opportunities* ou, ainda, a *misappropriation of corporate opportunities*, as quais revelam que “*the corporate opportunity doctrine requires a corporate diretor to render to Caesar at the best possible price, that which is Caesar’s*”<sup>118</sup>.

---

<sup>114</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K, *op. cit.*, p. 641. Em tradução livre: “Está claro que o administrador deve lealdade e fidelidade à companhia – uma lealdade indivisa e uma fidelidade que é influenciada na prática por nenhuma outra consideração que não o bem-estar da Companhia. Qualquer interesse adverso por parte do administrador estará sujeito a um rígido e inflexível escrutínio. Ele não poderá lucrar às custas da Companhia ou em conflito com seus direitos; ele não poderá atrair para si mesmo as oportunidades que, em equidade e justiça, pertencem à Companhia. Ele deve utilizar seu julgamento de modo independente. Na prática de seus deveres, o administrador deve obviamente agir com honestidade e em boa-fé. Contudo, isto não é suficiente; ele também deve se utilizar, em certo grau, de técnica e prudência e diligência”.

<sup>115</sup> “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo”.

<sup>116</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 367.

<sup>117</sup> 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).

<sup>118</sup> HAMILTON, Robert W. *The Law of Corporations*. 5 ed. St. Paul, Minn. West Group, 2000, p. 478 *apud* PARENTE, Flávia, *op. cit.*, p. 152. Em tradução livre: “A doutrina da oportunidade



No mesmo sentido, Fran Martins expõe:

“As oportunidades para a prática de tais atos lhes foram oferecidas pelo conhecimento que delas tiveram em virtude da posição que ocupam na sociedade. Assim, normalmente deverão eles praticar tais atos em favor da sociedade – e a esse dever em geral se dá o nome de dever de lealdade, que está implícito na boa gestão dos negócios sociais”<sup>119</sup>.

Para fins de determinar o que seria considerada uma oportunidade de negócios, devemos nos ater aos testes formulados pela doutrina norte-americana, quais sejam (i) se tal oportunidade está incluída na linha de negócios da Companhia e se faz parte de seu objeto social (*“line of business test”*); (ii) se a Companhia teria interesse em aproveitar tal oportunidade ou se ela tem condições financeiras ou patrimoniais de aproveitá-la (*“interest or expectancy test”*); ou, ainda, (iii) se tal oportunidade geraria um benefício para a Companhia. Ao administrador caberá provar que tais requisitos, não exaustivos, não estavam presentes no momento em que tal oportunidade se apresentou<sup>120</sup>.

O próprio *American Law Institute* definiu a doutrina de *corporate opportunity* em seus *Principles* acima citados, no §5.05, da seguinte forma:

“§5.05.b – *Definition of Corporate Opportunity.* For purposes of this Section, a corporate opportunity means:

(1) Any opportunity to engage in a business activity 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 information or property, if the resulting opportunity is one that the director or senior executive should reasonably be expected to believe would be of interest of the Corporation;*

---

corporativa requer que um conselheiro conceda a César, ao melhor preço possível, o que pertence à César”.

<sup>119</sup> MARTINS, Fran, *op. cit.*, p. 377.

<sup>120</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 367; HAMILTON, Robert, *op. cit.*, p. 479-481 in PARENTE, Flávia, *op. cit.*, p. 154.

*(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 engages or expects to engage”<sup>121</sup>.*

Seria, então, necessário que o administrador exercesse o *disclosure* em relação à oportunidade recebida pela Companhia para que esta tivesse o direito de recusá-la primeiro e, só então, estaria o administrador livre para aproveitá-la.

Outro comportamento vedado pelo artigo 155 em tela, em seu segundo inciso, é a omissão à proteção ou exercício dos direitos da Companhia, bem como a hipótese do administrador deixar de aproveitar oportunidade de interesse da Companhia com o intuito de obter vantagem para si ou outrem<sup>122</sup>.

Em análise à primeira parte do artigo, observa Nelson Eizirik que a conduta vedada pela lei se reporta ao dever de diligência, uma vez que tal dever impõe a atuação em observância ao interesse precípua da Companhia, em detrimento de qualquer interesse pessoal, como observado anteriormente<sup>123</sup>. Ao mesmo tempo, pode-se dizer que, em razão do dever de lealdade pressupor a confiança na relação administrador-Companhia, estaria quebrando a confiança e a lealdade o administrador que não atuasse em defesa da mesma em uma situação que exigisse tal conduta.

---

<sup>121</sup> American Law Institute, *op. cit.*, p. 284 *apud* PARENTE, Flávia, *op. cit.*, p. 157: “§5.05.b – *Definição de Oportunidade Corporativa. Para os propósitos desta seção, uma oportunidade corporativa significa: (1) Qualquer oportunidade de envolvimento em uma atividade comercial da qual o conselheiro ou diretor tome ciência, seja ela relacionada com o desempenho de funções como conselheiro ou diretor, ou em circunstâncias que devem razoavelmente levar o conselheiro ou diretor a acreditar que a pessoa que está oferecendo a oportunidade espera que a mesma seja oferecida à Companhia, ou através da utilização de informações ou propriedades pertencentes à Companhia, se a oportunidade resultante é aquela que o conselheiro ou diretor razoavelmente espera ser do interesse da Companhia; (2) Qualquer oportunidade de envolvimento em uma atividade comercial da qual o diretor tome ciência e saiba ser intimamente relacionada ao negócio no qual a companhia esta envolvida ou possui expectativas quanto a se envolver*”.

<sup>122</sup> “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”.

<sup>123</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 369.

Quanto à segunda parte do artigo, entende-se que o dolo na conduta deve estar presente, para caracterizar a violação à lealdade, ainda que tal benefício não se materialize.

Diferentemente do direito brasileiro, os tribunais de *Delaware* tem decidido pela responsabilização do administrador em casos de quebra do dever de lealdade, independentemente da intenção do agente de ocasionar dano à Companhia.

No caso *Schocking Technologies, Inc. v. Michael*, julgado em 1 de outubro de 2012, no qual um diretor dissidente e representante de ações preferenciais da companhia desestimulou um terceiro a investir na companhia, por meio de utilização de informações confidenciais, sob o argumento de que problemas internos de governança corporativa deveriam ser solucionados, mesmo que a companhia em tela estivesse em situação financeira precária, a *Delaware Court of Chancery* decidiu que o dever de lealdade poderia, inclusive, ser violado, mesmo que o administrador acreditasse agir em boa-fé, explicando que “[t]he steps that a shareholder - director may take to achieve objectives are not without limits” e que “his taking steps that would foreseeably cause significant harm to [the company] amount to nothing less than a breach of the fiduciary duty of loyalty”<sup>124</sup>.

Por fim, o inciso III do artigo em tela dispõe: “*III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.*”

---

<sup>124</sup> NOKED, Noam. *Delaware Court Finds Dissident Director Breached Duty of Loyalty*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 26 Oct., 2012, disponível em <http://corpgov.law.harvard.edu>, acesso em 05.11.2015. Em tradução livre: “As medidas que um acionista ou conselheiro podem tomar para atingir seus objetivos não são ilimitados.” e “Ele ter tomado medidas que causariam, de modo previsível, um dano à companhia, resultam em nada menos que uma quebra ao dever fiduciário de lealdade”.

Nesta hipótese, a aquisição pelo administrador de bem ou direito para revendê-lo para a Companhia por um valor superior será considerada violação ao dever de lealdade, bastando que o lucro esteja presente<sup>125</sup>.

Observa-se, contudo, que, na situação descrita no inciso III, ao administrador é defeso vender tais bens e direitos que saiba ser de interesse ou necessidade da Companhia. O que se busca proibir é que, sabendo de tal interesse, o administrador obtenha lucro, não importando se obteve tal informação por meio do cargo ou por outro meio<sup>126</sup>.

### 2.3.2.1 *Insider Trading*

Não se pode deixar de mencionar a previsão da conduta de *insider trading* dentro das hipóteses de violação do dever de lealdade. Tal prática está prevista nos parágrafos do artigo 155 e significa a utilização de informações confidenciais, ainda não divulgadas ao mercado, que gerariam alteração no preço dos valores mobiliários negociados caso revelados ao público, para obtenção de vantagem em razão de cargo na Companhia. Inclui-se também a conduta de *tipping*, ou seja, um terceiro conhecedor indireto de tal informação, sem relação de *insider* com a Companhia<sup>127</sup>.

Com a utilização dessas informações, obtém-se vantagem indevida, pois o preço dos valores mobiliários não reflete, ainda, o conteúdo de tais

<sup>125</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 369.

<sup>126</sup> CARMO, Eduardo de Sousa. *Relações Jurídicas na Administração da S.A.* Rio de Janeiro: Aide, 1988, p. 130-131.

<sup>127</sup> “§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”.

informações. Apresenta-se, então, um desequilíbrio entre o conhecimento do *insider* e a dos demais participantes do mercado, uma vez que teve acesso à informações que ainda não se tornaram públicas. Assim, “o *insider* obtém o melhor preço: mais alto se estiver vendendo, mais baixo se estiver comprando”<sup>128</sup>.

O artigo 155, tendo sido duramente criticado pela doutrina<sup>129</sup> por não compreender outras pessoas que poderiam fazer uso de tal informação além do administrador, foi posteriormente complementado pela Instrução da CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002, e, mais tarde, alterado pela Lei 10.303/2001, ampliando-se, assim, o escopo da definição de *insider* a qualquer pessoa que tenha acesso a tal informação privilegiada, não se limitando ao Conselheiro ou acionista controlador, conforme atual redação do parágrafo 4º.

Advertem Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, no entanto, quanto à limitação ao conceito de “qualquer pessoa” presente no referido artigo, sendo necessário haver um nexo profissional para tal conduta:

“Assim, apenas aqueles que em virtude do exercício de profissão tenham acesso a essas informações (advogados, auditores, operadores de mercado, peritos etc.) é que serão responsabilizáveis pelo uso dessas informações. Deve haver, ainda, nexo pessoal entre o administrador (*tipper*) e os terceiros (*tippees*) que com ele tenham algum contato de natureza profissional ou como controladores. Assim, o conhecimento ocasional da informação por razões outras que não a do exercício de alguma profissão ou do controle de informação relevante é de difícil configuração”<sup>130</sup>.

Clara é, então, a importância de se demonstrar o nexo profissional quando da acusação de conduta de *insider trading*.

---

<sup>128</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 370-371.

<sup>129</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas – *insider trading* – no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano 18, n. 34, abr./jun., p. 45-46, 1979.

<sup>130</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 323.

O direito norte-americano consagra o princípio do *disclosure or refrain from trading*, já absorvida pelo nosso sistema jurídico ao ser previsto no parágrafo 1º do artigo sob análise. Tal princípio estabelece que o administrador deve divulgar a informação antes de negociar no mercado. Caso tal divulgação coloque em risco o interesse da Companhia, não poderá o mesmo, então, fazer uso dela. Ao mesmo tempo, importante notar que não basta a divulgação *per se*. De acordo com Francisco Müssnich:

“*Disclosure* tornava-se uma obrigação de fazer do administrador, mas necessitaria de um julgamento cuidadoso sobre o momento apropriado de tornar pública a informação relevante, a fim de não pôr em risco os objetivos sociais ou proporcionar informações valiosas para os competidores da empresa”<sup>131</sup>.

Com o objetivo de diminuir a assimetria de informações no mercado, a Comissão de Valores Mobiliários, espelhando-se nos órgãos similares existentes em outros países do mundo, passou a exigir cada vez mais a prestação de informações das Companhias abertas ao público de modo a proteger os investidores. O objetivo se trava no princípio de que as informações devem estar disponíveis a todos ao mesmo tempo<sup>132</sup>.

O *Securities and Exchange Act* de 1934, ato que regula o mercado de capitais nos Estados Unidos, prevê algumas condições para que se caracterize o *insider trading*, independente da intenção do agente. As principais regras contra o *insider trading* estão dispostas nas Cláusulas 16(b) e 10(b) da referida Lei. A partir de tais cláusulas, os tribunais do país e a *Securities and Exchange Commission* – SEC ampliaram a interpretação acerca do que seria caracterizado como o *insider trading* para fins de responsabilização.

Primeiramente, a cláusula 16(b) aplica-se a conselheiros, diretores e para pessoas que detenham mais de 10% de participação na Companhia,

---

<sup>131</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel, *op. cit.*, p. 34.

<sup>132</sup> *Ibid*, p. 34. EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 387.

registradas de acordo com a Seção 12 do *Act*, proibindo o *short-swing profit*, isto é, o lucro obtido em um período inferior a seis meses, e estabelecendo uma presunção de utilização desleal da informação para negociações desses agentes com seus próprios valores mobiliários, isto é, haverá responsabilização caso tais condições se perfaçam, independentemente da intenção do agente. Assim, o administrador ou acionista que se enquadre na hipótese de previsão da lei, deverá restituir o lucro da transação obtido à Companhia. Tal seção tem o objetivo de “*prevent insider trading by those most likely to be privy to important corporate information*”<sup>133</sup>.

Já a Seção 10b do *Act*, estabelece a proibição à seguinte conduta:

*“to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the [SEC] may prescribe”.*

A aplicação de tal artigo foi regulada pela SEC na Instrução 10b-5, a qual dispõe, por sua vez:

*“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, (...):*  
*(a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud,*  
*(b) to make any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading, or*  
*(c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of a security”.*

De acordo com Francisco Müssnich, a Instrução 10b-5:

“proíbe qualquer operação, na qual uma parte careça de informação que a outra parte deveria ter divulgado abrangendo, portanto, não só operações efetuadas por

<sup>133</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel, *op. cit.*, p. 35-36. Speech by SEC Staff: Insider Trading –A U.S. Perspective, remarks by Thomas C. Newkirk and Melissa A. Robertson, 16th International Symposium on Economic Crime, Jesus College, Cambridge, England, September 19, 1998, disponível em <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>, acesso em: 30.10.2015. Em tradução livre: “prevenir insider trading por aqueles mais suscetíveis de íntimos em relação às informações importantes da Companhia”.

administradores, mas também operações efetuadas por terceiros vinculados aos administradores, seja qual for a origem do vínculo e ainda a qualquer pessoa física ou jurídica que adquira a informação relevante em virtude de sua proximidade com a companhia”<sup>134</sup>.

Note-se que tais dispositivos dispõem a respeito de fraude, tendo sido introduzidos para tratar especificamente da prática de administradores de enganar acionistas sobre a verdadeira condição financeira da Companhia com o intuito de comprarem suas ações por um preço abaixo do mercado<sup>135</sup>. Contudo, os tribunais americanos e a SEC<sup>136</sup>, em análise de casos de *insider trading*, perceberam que tais condutas se encaixavam nos ditames do artigos supracitados, determinando, em *Cady, Roberts & Co*, que:

*“Analytically, the obligation [not to engage in insider trading] rests on two principal elements: first, the existence of a relationship giving access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone, and second, the inherent unfairness involved where a party takes advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing. In considering these elements under the broad language of the anti-fraud provisions we are not to be circumscribed by fine distinctions and rigid classifications. Thus, it is our task here to identify those persons who are in a special relationship with a company and privy to its internal affairs, and thereby suffer correlative duties in trading in its securities. Intimacy demands restraint lest the uninformed be exploited”*<sup>137</sup>.

Adicionalmente a este caso, o *Affiliated Ute Citizens v. United States*<sup>138</sup>, tornou imprescindível o nexo causal para responsabilização através do 10b-5. De acordo com Francisco Müssnich:

<sup>134</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel, *op. cit.*, p. 39.

<sup>135</sup> PETTET, Bem. *Company Law*. Essex: Pearson Education Limited, 2<sup>nd</sup> Ed., 2005, p. 376

<sup>136</sup> 40 SEC 907 (1961); *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969).

<sup>137</sup> Em tradução livre: “Analiticamente, a obrigação [de não engajar em insider trading] se baseia em dois elementos principais: primeiro, a existência de uma relação que dá acesso, direto ou indireto, à informações cujo acesso é propositalmente disponível apenas para fins corporativos e não para o benefício de ninguém; e segundo, a injustiça inerente envolvida quando uma parte tira vantagem de tal informação sabendo de sua indisponibilidade àqueles com quem se está negociando. Considerando tais elementos sob uma linguagem ampla das disposições antifraude, não devemos estar circunscritos por distinções simples e classificações rígidas. Assim, é nossa tarefa aqui identificar aquelas pessoas que estão em relação especial com a Companhia e por dentro de seus negócios internos, e que, deste modo, têm deveres correlativos ao negociarem valores mobiliários. Intimidade exige restrições para que os desinformados não sejam explorados”.

<sup>138</sup> 406 U.S. 128, *rehearing denied*, 407 U.S. 916 (1972).



“No entanto, os Tribunais têm inferido a sua existência através da prova de que as informações omitidas eram relevantes ou privilegiadas. Neste sentido, os Tribunais<sup>139</sup> têm aplicado o princípio de que o nexo causal em ações fundadas na instrução 10b-5 pode ser extraído do comportamento dos administradores se ficar provado que houve ausência de divulgação de informações relevantes, que teriam influenciado o investidor mediano a decidir sobre a compra ou venda de seus valores mobiliários”<sup>140</sup>.

Apesar de alheios ao escopo da responsabilização do administrador, quatro outros julgamentos pela Suprema Corte dos Estados Unidos e por tribunais de apelação tratam de casos que exemplificam a seriedade da proibição das negociações em mercados mobiliários americanos com informações confidenciais, bem como a extensão da responsabilização de *tippees*. Os casos citados a seguir foram também indispensáveis para a criação da *misappropriation theory*, a qual dispõe sobre a responsabilização de terceiros na utilização de informações confidenciais recebidas de fonte fora da Companhia, caracterizando o *insider trading*.

Primeiramente, em *Chiarella v. United States*<sup>141</sup>, julgada em 1981, a Suprema Corte adotou interpretação liberal a respeito da Instrução 10b-5 ao não considerarem culpado um empregador de uma gráfica especializada na impressão de documentos financeiros, o qual teria se utilizado de informações contidas nos documentos que estava imprimindo, a respeito de uma OPA, para adquirir ações da *target*. Inicialmente considerado culpado por ter defraudado quem o contratou, a Suprema Corte optou por inocentar o empregado sob o argumento de que este não tinha dever nenhum perante seus contratantes e que a negociação com informação relevante confidencial não seria suficiente para condená-lo por fraude. Tal decisão obrigou a SEC a editar a Instrução 14e-13 relativa à Seção 14(e), tornando ilegal a negociação com informação relevante e confidencial a respeito de ofertas

<sup>139</sup> *Blackie v. Barrack*, 524 F. 2d 918 (9th Cir. 1975), cert. Denied, U.S. (1976). *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F. 2d 228 92d. C. circ. 1974). *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 (1970).

<sup>140</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel, *op. cit.*, p. 41.

<sup>141</sup> 445 U.S. 222 (1980).

públicas, caso o agente tivesse razões para acreditar que tais informações vieram de um *insider*<sup>142</sup>.

Em segundo lugar, em *United States v. Newman*<sup>143</sup>, julgado em *Second Circuit*, tratou-se do caso de um corretor de valores mobiliários que negociou no mercado com base em informações recebidas através dois banqueiros de investimento, os quais obtiveram tais informações de seus empregadores. Foi considerada ilegal a conduta do corretor, pois, mesmo que ele não houvesse relação direta de fidúcia com a companhia emissora, ele teria conhecimento de que tais informações foram obtidas através da violação ao dever fidúcia por parte dos banqueiros, tornando a conduta proibida sob a égide da Instrução 10b-5.

Posteriormente, em *Dirks v. SEC*<sup>144</sup>, a Suprema Corte tratou da responsabilidade dos *tippees*, determinando que qualquer pessoa que tenha razões para acreditar que o *tipper* quebrou um dever de fidúcia ao revelar a informação confidencial e que, através desta revelação, obteve um ganho pessoal direto ou indireto, deverá ser responsabilizada.

Um conceito importante formulado por *Justice Powell* na referida decisão se encontrou escondido na nota de rodapé nº 14 do caso, a qual dispunha acerca dos chamados “*insiders* construtivos”, isto é, advogados externos, consultores, banqueiros de investimento ou outros, que legitimamente receberam informação confidencial de uma companhia através dos serviços prestados, estariam proibidos de negociar por

---

<sup>142</sup> Speech by SEC Staff: Insider Trading –A U.S. Perspective, remarks by Thomas C. Newkirk and Melissa A. Robertson, 16th International Symposium on Economic Crime, Jesus College, Cambridge, England, September 19, 1998 disponível em <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>, acesso em: 30.10.2015.

<sup>143</sup> 664 F.2d 12 (2d Cir. 1981), *aff'd* after remand, 722 F.2d 729 (2d Cir. 1983), cert. denied, 464 U.S. 863 (1983).

<sup>144</sup> 463 U.S. 646 (1983). O caso tratou de um analista securitário que teria dado informações privilegiadas aos seus clientes acerca de fraude por parte de um emissor, antes de que ele as disponibilizasse no mercado. A Suprema Corte considerou os *tippee* inocentes, uma vez que estes não teriam motivos para acreditar que a revelação das informações teria resultado em ganho pessoal para o *tipper*, mas que este teria informado sobre a ocorrência de uma fraude.

adquirirem deveres fiduciários como verdadeiros *insiders*, caso tal companhia esperasse que tais agentes mantivessem segredo acerca das informações recebidas.

Por fim, o ultimo caso considerado relevante para fins deste trabalho foi o *United States v. O'Hagan*<sup>145</sup>, no qual a Suprema Corte versou acerca de um advogado que cometeu *insider trading* com base em informações recebidas da empresa que contratou seu escritório para realização de uma OPA. O'Hagan adquiriu ações da *target* quando teve conhecimento da operação e, após a OPA, obteve lucro com a venda das mesmas. A Suprema Corte negou seu argumento baseado na inexistência de dever fiduciário dele para com a companhia que o contratou, esclarecendo que:

*“A company's confidential information . . . qualifies as property to which the company has a right of exclusive use. The undisclosed misappropriation of such information in violation of a fiduciary duty . . . constitutes fraud akin to embezzlement – the fraudulent appropriation to one's own use of the money or goods entrusted to one's care by another”*<sup>146</sup>.

Ressalta-se, então, que, deve ser divulgada a informação tida como confidencial tão logo estejam “maduras e disponíveis e desde que não haja legítimo interesse em sua retenção”<sup>147</sup>. Como exposto acima, o dever de lealdade do administrador abarca, em ambos os países sob análise, o dever de não prejudicar a Companhia por ato omissivo. No entanto, é relevante que a informação não seja revelada antes do tempo.

Em ambos os países, adicionalmente, pode-se depreender que a proteção aos interesses da Companhia atinge uma esfera muito maior do que a do próprio administrador. Caberá, então, determinar, para fins de

---

<sup>145</sup> 117 S. Ct. 2199 (1997).

<sup>146</sup> 117 S. Ct. at 2208. Em tradução livre: “A informação confidencial de uma Companhia (...) é qualificada como propriedade à qual a Companhia tem direito de uso exclusivo. Uma apropriação indevida e não revelada de tal informação, em violação ao dever fiduciário (...), constitui fraude comparável ao peculato – apropriação fraudulenta para usufruto próprio de dinheiro ou bens que foram confiados aos cuidados daquela pessoa”.

<sup>147</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel, *op. cit.*, p. 47.

responsabilização, se o teor da informação seria ou não relevante e considerável a ponto de alterar o comportamento do investidor mediano e, conseqüentemente, do mercado, alterando, por consequência, o preço das ações. Estabeleceu-se, assim, em ambos os países, para fins de aferimento do teor da informação, o conceito de “*material fact*”<sup>148</sup>.

Nos Estado Unidos, a Suprema Corte fez uma analogia com a regra de informações relevantes no contexto de votações em Assembleias Gerais por procuração, optando por estabelecer um teste de aferição do conteúdo da informação também para fins da Instrução 10b-5. Tal teste, como dito anteriormente, analisa se a divulgação da informação teria afetado o comportamento do investidor mediano.

Apesar de adotar tal conceito, a legislação brasileira optou, também, por listar quais condutas deveriam ser reveladas pela administração da Companhia para o mercado, conforme o disposto no artigo 2º da Instrução da CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002<sup>149</sup>.

<sup>148</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel, *op. cit.*, p. 40. PARENTE, Flávia, *op. cit.*, p. 167.

<sup>149</sup> “Art. 2º: Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou agrupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em

## 2.4 A responsabilidade do administrador e o *Business Judgment Rule*

Em contraponto à ampla liberdade de atuação concedida aos administradores, a Lei das S.A. estabeleceu, em conjunto com os *standards* de comportamento, um rigoroso sistema de responsabilidade dos administradores, sem, no entanto, sufocar suas iniciativas e resultar em gestão ineficiente<sup>150</sup>.

Assim, limitou-se a referida lei a prever responsabilidade para atos irregulares de gestão, independentemente do resultado que trouxeram, quando violarem os limites de seus poderes, por culpa ou dolo, ou quando violam a lei ou o estatuto, conforme previsão do artigo 158 da dita lei<sup>151-152</sup>.

---

*dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia”.*

<sup>150</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1199.

<sup>151</sup> *Ibid*, p. 1202.

<sup>152</sup> 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, no 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 a 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.*

O administrador recebe seus poderes de atuação uma vez nomeado para o cargo e, a partir deste momento, cria-se uma relação fiduciária, passando os mesmos a integrarem a estrutura da Companhia, de sorte que, quando age, o faz em nome da própria, não podendo, então, ser responsabilizado por atos inerentes a sua função, independentemente do resultado do empreendimento. Os riscos empresariais não são assumidos por eles, mas pela Companhia como um todo<sup>153</sup>.

Neste ponto, a legislação brasileira converge com o entendimento da americana, no sentido de que “*directors are trustees (...) [and] in the performance of their duties stand in a fiduciary relationship to the company*”<sup>154</sup>.

Para fins de interpretação do inciso I do artigo 158, entendemos que, para a caracterização da culpa, devemos tratar da culpa civil prevista no artigo 186 do Código Civil Brasileiro, incluindo, dessa maneira, os atos de negligência, imprudência e imperícia, e implicando, portanto, a violação de um dever jurídico, neste caso, as obrigações de diligência e lealdade. Já para a caracterização do dolo, compreendem-se os atos realizados com o intuito de prejudicar a Companhia, propositalmente violando seus deveres de conduta.

Quanto ao entendimento dado ao inciso II, compreende-se que a conduta ilegal deverá abarcar a violação a qualquer lei, em sentido amplo, incluindo-se o estatuto social<sup>155</sup>.

As hipóteses dos incisos de artigo 158 parecem se confundir na prática. De acordo com Marcelo Vieira Von Adamek, o tratamento dado

---

<sup>153</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1204.

<sup>154</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 640.

<sup>155</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 403- 405.

pela Lei das S.A. a aparente tautologia dos incisos do referido artigo, pretende estabelecer as seguintes regras:

“(1º) o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade, em virtude de ato regular de gestão; e (2º) ele é civilmente responsável por prejuízos que causar, quando culposamente descumprir dever legal ou estatutário, sendo que, nesta última situação: (2º.A) os atos praticados dentro do âmbito de suas atribuições obrigam a sociedade perante terceiros (ressalvado o direito de regresso contra o administrador; e (2º.B), em princípio, os atos praticados fora do âmbito de suas atribuições não vinculam a sociedade perante terceiros, pois são da direta e exclusiva responsabilidade do administrador (...), [exceto quando] (i) forem ratificados posteriormente; (ii) a sociedade deles auferir vantagem; ou (iii) a sua preservação impuser-se por efeito de outras regras e preceitos destinados a tutelar a posição jurídica de terceiros (categoria na qual se incluiriam os atos ultra vires societatis, fora do objeto social, e os praticados com excessos de poderes pelo administrador)”<sup>156</sup>.

Cabe ressaltar a distinção entre atos regulares e irregulares de gestão para fins de responsabilidade. Serão atos regulares aqueles praticados dentro de suas atribuições e conforme poderes conferidos pela lei ou pelo estatuto, respeitada a competência e o objeto social da Companhia. Tais atos “mantém o administrador coberto pelo manto protetor que o isenta de responsabilidade”<sup>157</sup>.

O administrador só será pessoalmente responsável quando comprovadamente, extrapolar os limites de sua atuação, em violação aos deveres de diligência e lealdade, ou por condutas ilegais<sup>158</sup>.

Observa-se, adicionalmente, distinção quanto à responsabilidade individual em se tratando da diretoria ou do conselho de administração. Não sendo a diretoria órgão colegiado e tendo cada diretor atribuições próprias, não haverá, a princípio, solidariedade entre eles, sendo, portanto, cada um responsável individualmente, salvo nos casos previstos no §2º do artigo sob análise. Diferente é a interpretação quanto ao conselho de administração, no

---

<sup>156</sup> VON ADAMEK, Marcelo Vieira, *op. cit.*, p. 221-224.

<sup>157</sup> LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1205.

<sup>158</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 399-401.

qual cada decisão tomada é resultado de deliberação de todos os seus membros. Assim, a responsabilidade será solidária, a não ser que o conselheiro demonstre ter discordado de tal ato, conforme disposição no §4º, ou caso um conselheiro aja fora do âmbito do órgão. Excetua-se, ainda, a responsabilidade dos conselheiros independentes, os quais só tomam conhecimento dos fatos levados até eles, não sofrendo, em princípio, os efeitos da solidariedade<sup>159</sup>.

#### **2.4.1 O *Business Judgment Rule***

Como dito anteriormente, a conduta dos administradores não será avaliada com base nos resultados obtidos, mas no meio empregado para que tais objetivos fossem alcançados. Ou seja, no caso em tela, os fins não justificam os meios, contradizendo Maquiavel.

Consagrado na legislação brasileira no artigo 159, §6º<sup>160</sup>, o *business judgment rule* foi internalizado a partir de regra criada pelos tribunais americanos, os quais determinaram que os administradores não deveriam sofrer com resultados de atos praticados com boa-fé, na crença de que eles atendessem ao interesse social<sup>161</sup>.

Neste sentido, a doutrina e jurisprudência americana desenvolveram tanto padrões de conduta (*models of conduct*) como padrões de revisão (*standards of review*) em relação à atuação de administradores. Os primeiros seriam os padrões estabelecidos pelos deveres fiduciários de administração. Já os segundos, seriam métodos utilizados pelos tribunais para rever as condutas de gestão e caracterizar a responsabilidade dos gestores. O *business judgment rule* é um exemplo de excludente de

---

<sup>159</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 405-406 e 408.

<sup>160</sup> “Art. 159, § 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”.

<sup>161</sup> EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 416.



responsabilidade que impede os tribunais de adentrarem o mérito das decisões tomadas pelos administradores<sup>162</sup>.

Isto porque “*judges are not business experts*”<sup>163</sup> e não devem ter o poder de questionar as decisões tomadas pelos administradores. Os poderes concedidos pela lei presumem os riscos do negócio e dependem de julgamento, argúcia, perspicácia e bom senso. Estes fatores subjetivos não podem ser avaliados por juízes. Objetivamente, os juízes só podem julgar as decisões com base no exercício da boa-fé e a observância aos deveres previstos na Lei das S.A.<sup>164</sup>. Neste mesmo sentido, a Corte de apelação de Nova Iorque argumentou<sup>165</sup>:

“It appears to us that the business judgment doctrine, at least in part, is grounded in the prudent recognition that courts are ill equipped and infrequently called on to evaluate what are and must be essentially business judgments. The authority and responsibilities vested in corporate directors both by statute and decisional law proceed on the assumption that inescapably there can be no available objective standard by which the correctness of every corporate decision may be measured, by the courts or otherwise. Even if that were not the case, by definition the responsibility for business judgments must rest with the corporate directors; their individual capabilities and experience peculiarly qualify them for the discharge of that responsibility. Thus, absent evidence of bad faith or fraud (...) the courts must and properly should respect their determinations”<sup>166</sup>.

Assim, os princípios criados pelo *American Law Institute* estabelecem, na Seção 4.01, que:

<sup>162</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Regra do Julgamento do Negócio (*Business Judgment Rule*) in *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. Coordenação Alexandre Couto Silva. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 171-172.

<sup>163</sup> *Dodge v. Ford Motor Co.*, 240 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919), p. 684. Em tradução livre: “juízes não são especialistas em negócios”.

<sup>164</sup> <sup>164</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do, *op.cit.*, p. 165.

<sup>165</sup> *Auerbach v. Bennet*. 47 NY 2d 625, 393 NE 2d 997, 419 NYS 2d 923.

<sup>166</sup> Em tradução livre: “Parece-nos que a doutrina do business judgment, pelo menos em parte, fundamenta-se no prudente reconhecimento de que as Cortes são mal equipadas e infrequentemente chamadas para avaliarem o que são e devem ser necessariamente julgamentos de negócios. A autoridade e responsabilidade investidas nos administradores de companhias, tanto pela lei como pela jurisprudência, partem do pressuposto de que não há nenhum critério objetivo disponível pelo qual o acerto de cada decisão da sociedade possa ser medido pela Corte ou por quem quer que seja. Ainda que não fosse assim, por definição, a responsabilidade por julgamento de negócios deve ficar afeta aos administradores; suas capacidades individuais e sua expertise os qualificam peculiarmente para o desempenho dessa atividade. Assim ausente a prova de má-fé ou fraude (...) as cortes devem respeitar as suas determinações”.

“ (a) A director or officer has a duty to the Corporation to perform the director’s or officer’s functions in good faith, in a manner that he or she reasonably believes to be in the best interests of the Corporation, and with the care that an ordinarily prudent person would reasonably be expected to exercise in a like position and under similar circumstances. This subsection (a) is subject to the provisions of Subsection (c) (the business judgment rule) where applicable. (...)

(c) A director or officer who makes a business judgment in good faith fulfills the duty under this Section if the director or officer:

(1) is not interested in the subject of the business judgment;

(2) is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and

(3) Rationally believes that the business judgment is in the best interests of the Corporation”<sup>167</sup>.

Depreende-se, assim, que a extinção da responsabilidade deverá obedecer aos seguintes requisitos: (i) o administrador deve se basear em informações, estudos, documentos e análises técnicas necessários para a tomada de decisão; (ii) ele deve acreditar que, considerando todas as alternativas possíveis para o caso, aquela escolhida é a mais apropriada; (iii) o administrador não deve estar conflitado com os interesses da Companhia; e (iv) o administrador deve estar agindo em boa-fé e no interesse da Companhia<sup>168</sup>. Uma vez verificados o preenchimento de tais requisitos, a isenção de responsabilidade do administrador poderia ser aplicada.

Apesar de ser um dos *standards of review* mais conhecidos<sup>169</sup>, o *business judgment rule* desperta muitos questionamentos, principalmente na sua interpretação. Nem todos os estados americanos adotam o mesmo posicionamento em relação aos parâmetros de razoabilidade a serem seguidos no que tange o dever de diligência e o nível de pesquisa e conhecimento necessários para a tomada de decisão, por exemplo. Enquanto no estado de *Delaware* o parâmetro adotado seria o de *rational care* para o nível de informação esperado dos administradores, os quais serão responsabilizados em casos de *gross negligence*, em outros estados o

<sup>167</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 651-652.

<sup>168</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do, *op. cit.*, p. 174. EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 417. PAS CVM RJ 2005/1443, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. 23.03.2006

<sup>169</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Regra do Julgamento do Negócio, *op. cit.*, p. 171

parâmetro seria o *reasonable care*, sendo o dever de diligência quebrado em casos de negligência<sup>170</sup>.

Nesse mesmo contexto, nota-se uma divergência dos *Principles* do *American Law Institute* citados acima, no seu § 4.01, item (c), o qual exige o parâmetro de racionalidade (*rational care*) para definir a quebra do dever de diligência, em comparação com a *Model Business Corporation Act*, adotado como legislação por diversos estados americanos, com pequenas variações, estabelece, no §8.30:

“(a) Each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act: (1) in good faith, and (2) in a manner the director **reasonably** believes to be in the best interests of the corporation.

(b) The members of the board of directors or a committee of the board, when becoming informed in connection with their decision-making function or devoting attention to their oversight function, shall discharge their duties with the care that a person in a like position would **reasonably believe** appropriate under similar circumstances” (grifos nossos)<sup>171</sup>.

Dada a clara divergência de posicionamento dos tribunais de *Delaware*, os quais adotaram um modelo de responsabilização muito mais limitado, importante citar um dos casos mais famosos julgados pela Suprema Corte do referido estado: *Smith v. Van Gorkom*<sup>172</sup>.

No citado caso, a Companhia Trans Union Corporation, uma holding de negócios diversificados, cujos ganhos eram resultado principalmente de arrendamento de vagões de trem, foi vendida por uma aquisição alavancada (*leverage buyout*) por parte de seu CEO Van Gorkom para Marmon Group, o qual sugeriu intuitivamente um preço de \$55 por ação - preço este que se demonstraria muito abaixo do que as ações valiam - sem grandes estudos

<sup>170</sup> SOLOMON, Lewis D. *et al. Corporations and Alternative Business Vehicle*. Santa Mônica, California: Casenotes, 5th Ed., 2000, p. 4.4 in PARENTE, Flávia, *op. cit.*, p. 77. Em tradução livre, respectivamente: “*diligência racional; negligência grosseira; diligência razoável*”.

<sup>171</sup> MODEL BUSINESS CORPORATION ACT, 3rd Edition, 2003 by the American Bar Foundation, disponível em [http://www.lexisnexis.com/documents/pdf/20080618091347\\_large.pdf](http://www.lexisnexis.com/documents/pdf/20080618091347_large.pdf), acesso em: 27.10.2015.

<sup>172</sup> PARENTE, Flávia, *op. cit.*, p. 79. HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 654-672.

financeiros para avaliar o valor da Companhia e sem pesquisar outros compradores. Van Gorkom convenceu os demais membros do *board*, que tampouco se aprofundaram em pesquisas a respeito da viabilidade da operação, e, conseqüentemente, a operação foi aprovada pelos acionistas. A Suprema Corte de *Delaware* reformou a decisão da Corte de Chancelaria que tinha livrado os administradores pelo *business judgment rule*, determinando que os membros do conselho de administração teriam confiado cegamente na opinião de Van Gorkom, sem descobrir que ele tinha iniciado as tratativas e estabelecido o preço de venda das ações e sem tampouco questionarem o curto prazo de tempo no qual a operação estava sendo decidida entre outros fatores importantes. Em análise detalhada do caso, concluiu-se que os administradores agiram com negligência grosseira a respeito dos estudos necessários exigidos naquela circunstância.

Muitos críticos desta decisão apontam que Van Gorkom tinha grande experiência no mercado e os outros conselheiros, cujos currículos atestavam suas competências profissionais, seriam capazes de analisar criticamente uma operação como aquela e, portanto, teriam conhecimento mais do que suficiente para tomarem a decisão correta naquele contexto.

Em consequência deste caso, o estado de *Delaware* (§102 (7)) e muitos outros passaram a prever a possibilidade de os estatutos das Companhias estabelecerem uma limitação de responsabilidade dos administradores em caso de danos financeiros em decorrência da violação do dever de diligência. Ao mesmo tempo, significou que uma das principais formas de se evitar a responsabilização de administradores em casos semelhantes de grande relevância para Companhias abertas, seria a contratação de especialistas para avaliarem a matéria<sup>173</sup>.

---

<sup>173</sup> PARENTE, Flávia., *op. cit.*, p. 82.

Diante do exposto, é nosso entendimento que, apesar de absorvido por nosso sistema jurídico, *business judgment rule* é interpretada no Brasil a partir do parâmetro de diligência razoável, sendo, portanto, mais amplo que aquele adotado em *Delaware*.

## **2.5. Defesas impostas pelo *Board* contra a Tomada de Controle Hostil**

Em termos comparativos, a última questão que relevantemente influencia a necessidade de iniciativa dos membros do conselho de administração nas Companhias é o posicionamento defensivo adotado diante de um cenário de oferta hostil de tomada de controle.

Existem dois meios através dos quais um indivíduo ou uma companhia ou sociedade<sup>174</sup> pode adquirir o controle acionário de outra Companhia, seja através da aquisição da maioria das ações ou de sua totalidade<sup>175</sup>. O primeiro deles, é através de negociação privada direta com o acionista controlador, caso este exista. A segunda opção é direcionar a oferta à totalidade de acionistas, quando não é possível identificar um acionista controlador e as ações da Companhia se encontram dispersas no mercado. Neste caso, utiliza-se uma OPA ou oferta pública de aquisição como instrumento<sup>176</sup>.

A oferta pública de aquisição significa, em termos gerais, uma oferta visando a aquisição de participação acionária em qualquer quantidade, fora

---

<sup>174</sup> Entende-se, aqui, qualquer pessoa jurídica que tenha como objeto social a participação no capital de outras sociedades, de qualquer natureza e qualquer tipo.

<sup>175</sup> DAVIES, Paul. *Gower and Davies 'Principles of Modern Company Law'*, 7ª ED., P. 704 *apud* FREITAS, Clarissa Figueiredo de Souza. *Os Poderes do Conselho de Administração para Impor Medidas Defensivas Contra Oferta Hostis no Direito Comparado e na Legislação Brasileira* in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 159/160, Ano L, Jul./Dez 2011, São Paulo: Malheiros, p. 127.

<sup>176</sup> FREITAS, Clarissa Figueiredo de Souza., *op. cit.*, p. 127. As ofertas públicas se encontram reguladas na Lei das S.A. nos artigos 257 e seguintes, bem como na Instrução da CVM nº 361/02.

da bolsa de valores ou mercado de balcão<sup>177</sup>. esse respeito, Fábio Konder Comparato explica:

“Reduzida a sua expressão mais simples, a operação consiste na oferta pública de aquisição, durante certo período, de todas ou parte das ações de determinada classe, ou de determinadas classes, de uma companhia, mediante pagamento de certo preço ou troca por ações ou debêntures de outra companhia. A oferta pública pode, teoricamente, objetivar ou não a tomada de controle da companhia visada, mas na quase totalidade dos casos este tem sido o objetivo efetivamente colimado pelo ofertante, e estimulado pela regulamentação normativa”<sup>178</sup>.

A referida oferta poderá ser considerada amigável ou hostil. Será amigável, quando realizada com anuência e aprovação pelo conselho de administração da Companhia alvo. Por outro lado, uma oferta será considerada hostil quando é dada continuidade na oferta mesmo após recusa por parte do conselho.

Neste sentido, a oferta hostil possui as seguintes características: (i) tem intenção de aquisição do controle da empresa-alvo; (ii) o capital da Companhia se encontra pulverizado no mercado; (iii) há resistência por parte da Companhia a cujo controle se aspira; (iv) o valor pago pelas ações é estabelecido acima do valor de mercado; e (v) pressupõe-se a possibilidade de o ofertante atravessar o conselho de administração, agindo independentemente de sua anuência<sup>179</sup>.

## 2.5.1 Histórico

<sup>177</sup> Instrução da CVM nº 361/2002, art. 2º, §3º: “Para os efeitos desta Instrução, considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante”.

<sup>178</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª Ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 242 *apud* ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina. *Oferta Hostil e Poison Pills in Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*, Coordenação Prof. Arnaldo Wald, Min. Fernando Gonçalves e Prof(a) Moema Augusta Soares de Castro, São Paulo: Quartir Latin, 2011, p. 319.

<sup>179</sup> ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina., *op. cit.*, p. 321-322.

Historicamente, o controle acionário<sup>180</sup> das Companhias brasileiras sempre se encontrou concentrado nas mãos de um ou de um grupo definido de acionistas. Assim, a análise do presente tema tem se tornado cada vez mais relevante apenas contemporaneamente, com a modernização do mercado de capitais brasileiro, bem como com a renovação da Lei das S.A. pela Lei nº 10.303 de 2001, a qual introduziu regras de proteção aos acionistas minoritários, buscou aumentar o nível de transparência das Companhias e ampliou a regulação do mercado por parte da CVM. No mesmo ano, a BMF&BOVESPA adotou seus regulamentos para diferentes níveis de listagem das ações na bolsa, na intenção de melhorar as práticas de governança corporativa no Brasil. Consequentemente, mais e mais Companhias se sentiram impulsionadas à dispersão de seu capital, sem a figura clara de um acionista controlador, resultando em um cenário mais propício à ocorrência de ofertas públicas<sup>181</sup>.

Enquanto isso, nos Estados Unidos, a prática era historicamente diametralmente oposta. Desde o início do século XX o sistema acionário já se encontrava amplamente disperso e pulverizado, sendo praticamente impossível a caracterização de um controlador, uma vez que a soma da participação dos vinte maiores acionistas representava algo em torno de 5% do capital da companhia<sup>182</sup>. Assim, reconhece-se que:

*“[Adolf A. Berle and Gardiner C. Means] had long since shown that the modern U.S. Corporation was managed free of constraint from shareholders, who – widely dispersed and diversified – could be counted upon to affirm any proposal that management offered. The Picture of autonomous management was completed by reference to long-term labor contracts (...). Atop these large and*

<sup>180</sup> O acionista controlador (individual ou em grupo) está definido na Lei das S.A. no artigo 116.

<sup>181</sup> FREITAS, Clarissa Figueiredo de Souza, *op. cit.*, p. 128; NETO, Carlos Martins. *Dispersão Acionária, Tomada Hostil de Controle e Poison Pills: Breves Reflexões in* Revista Semestral de Direito Empresarial, nº 5, Jul./Dez 2009, Rio de Janeiro, Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, p. 6-8.

<sup>182</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª Ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 72 *apud* ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, *op. cit.*, p. 324; NETO, Carlos Martins, *op. cit.*, p. 9.

*powerful institutions, of course, sat self-perpetuating hierarchies of senior management*”<sup>183</sup>.

Nos anos 80, no entanto, esta estrutura ficou ameaçada com a globalização dos mercados e a prática cada vez maior de ofertas públicas de aquisição hostis. A partir de então, tornou-se imprescindível para a sustentação de tais regimes que fossem criados mecanismos de defesa para evitar que tais ofertas seguissem adiante sem a aprovação da administração. Criou-se, assim, a doutrina do *board veto* permitindo ao conselho a adoção de diferentes medidas para frustrar tais ofertas, não tendo os acionistas o direito de se manifestar sobre a operação caso os conselheiros decidissem recusá-la<sup>184</sup>.

### 2.5.2 Medidas repressivas e preventivas contra *hostile takeovers*

As medidas de defesa adotadas pelo conselho de administração podem ser de duas naturezas: preventivas, ou seja, podem ser estabelecidas antes mesmo de qualquer oferta hostil; ou repressivas, as quais tem eficácia no sentido de frustrar qualquer oferta hostil já em curso<sup>185</sup>.

De acordo com o professor português Jorge Brito Pereira:

“ (...) existe uma área em que, seja no universo da administração da sociedade em causa, seja no universo dos seus acionistas por via das deliberações da Assembleia Geral, podem ser tomadas medidas e estratégias que têm como objetivo último fazer perigar ou comprometer o sucesso de uma oferta potencial ou actual.

Nuns casos, essas medidas e estratégias são o resultado de uma actuação proactiva da sociedade, sendo tomadas previamente sem a premência do

<sup>183</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 998. Em tradução livre: “Adolf A. Berle and Gardiner C. Means tinham há muito demonstrado que a companhia americana moderna era administrada livremente sem restrições por parte dos acionistas – amplamente dispersos e diversificados –, podendo contar com a sua aprovação de qualquer proposta oferecida pela administração. A figura da administração autónoma ficava completa com a celebração de contratos de trabalho a longo prazo (...). Acima dessas grandes e poderosas instituições, claro, sentavam hierarquias de altos executivos que se auto perpetuavam”.

<sup>184</sup> FREITAS, Clarissa Figueiredo de Souza, *op. cit.*, p. 132; ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, *op. cit.*, p. 324; HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 999.

<sup>185</sup> NETO, Carlos Martins, *op. cit.*, p. 45.



lançamento de qualquer oferta indesejada – são as chamadas estratégias preventivas. Noutros casos, essas medidas e estratégias são o resultado de uma actuação reactiva, sendo tomadas já no decurso de uma determinada oferta, tendo por objetivo imediato comprometer o seu sucesso – são as chamadas estratégias de defesa. (...)»<sup>186</sup>.

Passemos à análise, então, das medidas mais populares.

### 2.5.2.1 As Medidas Preventivas

As medidas preventivas de defesa são conhecidas como *shark repellents*, podendo assumir diferentes formas. Para fins de exposição, nos limitaremos à três exemplos, quais sejam (i) *poison pills*; (ii) *staggered board*; e (iii) *Golden parachutes*.

#### (i) Poison Pills

Equivocadamente utilizado no Brasil para enquadrar as medidas *shark repellents* em geral, a *poison pill* (“pílulas de veneno”) consiste no direito dado a acionistas de uma companhia ofertada de adquirirem novas ações emitidas por esta por um preço extremamente reduzido – normalmente 50% abaixo do preço normal. Ela é acionada quando um acionista – novo ou atual – passa a deter certa percentagem de participação no capital da Companhia – normalmente 10% ou 15%. Assim, emitem-se novas ações e todos os acionistas exceto o ofertante em potencial passam a deter o direito de adquirir novas ações de modo a diluir a participação daquele último<sup>187</sup>.

Consequentemente, tal mecanismo tem o objetivo de desencorajar negociações que atravessem o conselho de administração, cuja anuência passa a ser imprescindível para que tal medida pudesse ser cancelada.

<sup>186</sup> PEREIRA, Jorge Brito. *Os Limites da Defesa a uma Oferta Pública de Aquisição Hostil no Direito Português* in Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 4, nº 12, abr./jun. 2001, pp. 218-219 *apud* NETO, Carlos Martins, *op. cit.*, p. 45.

<sup>187</sup> FREITAS, Clarissa Figueiredo de Souza, *op. cit.*, p. 132.

A *poison pill* é nome mais comum para o *shareholders rights plan* criado por Martin Lipton do escritório de advocacia Watchell, Lipton, Rosen & Katz no contexto do *leading case* julgado pela Suprema Corte do estado de *Delaware*, *Moran v. Household International, Inc.*<sup>188</sup>.

No referido caso, o plano teria sido criado e assinado como um *rights agreement*, com fulcro nos artigos 151 (g) e 157 da legislação societária de *Delaware*<sup>189</sup>, conferindo uma opção de direitos por ação ordinária detida, distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos. Tais direitos não podiam ser exercidos pela ofertante ou cedidos a terceiros<sup>190</sup>.

Questionou-se, no referido caso, a aplicação do *business judgment rule* dos administradores de aprovarem o referido plano e se haveria, de fato autorização legislativa para que o plano fosse aprovado, de acordo com a lei societária de *Delaware*. A Suprema Corte considerou, então, que não houve má-fé ou quebra dos deveres de diligência por parte dos conselheiros da Household, os quais foram devidamente informados acerca da matéria e buscaram satisfazer o que acreditavam ser ato no melhor interesse da Companhia em questão, conforme exigência imposta pelo caso supracitado

---

<sup>188</sup> 500 A.2d 1346 (Del. 1985); HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 1030; ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, *op. cit.*, p. 329.

<sup>189</sup> *Delaware's General Corporation Law*: “§151 Classes and series of stock; redemption; rights.(...) (g) When any corporation desires to issue any shares of stock of any class or of any series of any class of which the powers, designations, preferences and relative, participating, optional or other rights, if any, or the qualifications, limitations or restrictions thereof, if any, shall not have been set forth in the certificate of incorporation or in any amendment thereto but shall be provided for in a resolution or resolutions adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the certificate of incorporation or any amendment thereto, a certificate of designations setting forth a copy of such resolution or resolutions and the number of shares of stock of such class or series as to which the resolution or resolutions apply shall be executed, acknowledged, filed and shall become effective, in accordance with § 103 of this title. (...)”; “§ 157 Rights and options respecting stock. (a) Subject to any provisions in the certificate of incorporation, every corporation may create and issue, whether or not in connection with the issue and sale of any shares of stock or other securities of the corporation, rights or options entitling the holders thereof to acquire from the corporation any shares of its capital stock of any class or classes, such rights or options to be evidenced by or in such instrument or instruments as shall be approved by the board of directors”.

<sup>190</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 1030 e 1033; ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, *op. cit.*, p. 328.

*Smith v. Van Gorkom*, sendo, então, cabível a isenção de responsabilidade através da regra de julgamento do negócio<sup>191</sup>.

No Brasil, as *poison pills* são adotadas de modo diverso. Como meio de defesa contra possíveis compras de controle, inclui-se no estatuto social da Companhia uma previsão que obriga a realização de OPA nos casos em que a participação de qualquer acionista atingir um limite estabelecido pela Companhia, normalmente de 10% a 20%. Ela não tem o objetivo impedir a oferta pública, uma vez que, na prática, sua inclusão no estatuto fez apenas garantir a permanência do capital social diluído, mas apenas desencorajá-la e maximizar o valor pago aos acionistas pelas ações da Companhia<sup>192</sup>. Além disso, tal cláusula deve ser aprovada, no entanto, pelos acionistas em assembleia, uma vez que o conselho de administração no Brasil não tem competência para modificar o estatuto, conforme regra do inciso I do artigo 122 da Lei das S.A.<sup>193</sup>.

Importante citar, ainda, que a CVM opinou no sentido de que tais cláusulas não só seriam válidas<sup>194</sup>, como não poderiam ser consideradas abuso do poder de controle a aprovação das referidas cláusulas, conforme Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/1443:

---

<sup>191</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 1031-1039. Importante citar, ainda, o caso *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), precursor do caso acima, o qual determinou que, para que as medidas defensivas contra ofertas de aquisição pudessem ser incluídas no escopo de aplicação do *business judgment rule*, o conselho de administração precisava demonstrar a existência de ameaça à política da Companhia (*corporate policy*), bem como comprovar que a resposta do *board* estaria à altura da possível ameaça.

<sup>192</sup> ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, *op. cit.*, p. 329; SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 398-399.

<sup>193</sup> Art. 122. *Compete privativamente à assembleia geral: I - reformar o estatuto social (...).*

<sup>194</sup> SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 214/2008, referente ao processo nº RJ 2008/7849, no qual se avaliou a inaplicabilidade do art. 254-A da Lei nº 6404/76 em casos de incorporações RJ 2008/7849, em relação aos casos de reorganização societária da Datasul S.A. e Totvs S.A.; Construtora Tenda S.A. e Gafisa S.A.; e Company S.A. e Brascan Residential Properties S.A., disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2008/20081006-1-memo-sre.pdf>, acesso em: 04.11.2015.

“Além disso, os indiciados destacam que, sendo o controle uma realidade reconhecida pela Lei 6.404/76, seria legítimo o exercício de tal poder tendo por objetivo mantê-lo, da mesma forma como também é natural haver discordância com as decisões tomadas pelo controlador. Demonstraria tal legitimidade, no Brasil, a recente utilização, aplaudida pelo mercado e aceita pela CVM, de mecanismos destinados a evitar tomada hostil de controle de que são exemplos certos dispositivos estatutários (*poison pills*) utilizados por companhias que abriram recentemente seu capital. (...) a precedência do interesse da maioria sobre o interesse da minoria não é ilegal. A existência de divergências entre os interesses dos acionistas não significa, necessariamente, que a maioria está agindo abusivamente, lesando a minoria (...)”<sup>195</sup>.

Importante ressaltar, contudo, que algumas das cláusulas incluídas por companhias brasileiras detinham, além dessa alavanca para realização de OPA, um ônus considerável aos acionistas que votassem favoravelmente à supressão ou alteração do mecanismo, se tornando verdadeiras cláusulas pétreas nos estatutos. Em Parecer de Orientação nº 36/2009, a CVM opinou que as mesmas violavam diversos dispositivos da Lei das S.A., em especial os previstos nos artigos 115, 121, 122, I, e 129, tendo decidido não punir acionistas que votassem por suprimi-las ou modifica-las<sup>196</sup>.

#### (ii) *Staggered Board*

O segundo mecanismo que vale ser citado neste trabalho é o *staggered board*, o qual tem por objetivo dificultar a mudança na composição dos membros do conselho em caso de eventual troca de controle da Companhia, através da adoção de mandatos em períodos alternados, de modo que, a cada ano, apenas 1/3 do conselho possa ser substituído. Além disso, atribui-se ao próprio órgão competência exclusiva para alterar o número de membros e a composição do mesmo, de modo a evitar-se uma possível alteração do estatuto que possa cancelar tal medida. O ofertante somente terá plenos poderes para alterar a composição do conselho de administração depois de dois anos no mínimo, devendo, em

<sup>195</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/1443, disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510\\_PAS\\_RJ20051443.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf), acesso em 03.11.2015.

<sup>196</sup> ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, *op. cit.*, p. 336-337; Parecer de Orientação nº 36/09 disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare036.html>, acesso em 03.11.2015.

consequência, repensar a conveniência do negócio, cujo resultado será diferido em dois anos após a conclusão da operação<sup>197</sup>.

Apesar de promover uma estabilidade ao conselho e impedir que decisões com resultados a longo prazo sejam vetadas por investidores, o mecanismo sob análise é criticado, pois diminui consideravelmente o valor da Companhia e ressarce os conselheiros de modo desproporcional à sua atuação<sup>198</sup>.

Uma diferença importante em relação a esta medida é que a legislação societária de *Delaware*, no seu item §141(d), bem como a *Model Business Corporation Act*, permitem a divisão de poderes e a diferenciação do poder de voto de acordo com a divisão em classes para cada 1/3 dos conselheiros, bem como estabelece que o estatuto poderá conferir o direito de eleger um ou mais diretores de certa classe apenas para acionistas detentores de uma certa classe de ações, independentemente se estes foram eleitos em separado pelos acionistas detentores de qualquer classe de ações, sendo, portanto, desconsiderado o direito ao voto múltiplo por esta legislação<sup>199</sup>.

---

<sup>197</sup> CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. New York: Aspen Publishers, 1986, p. 576 *apud* NETO, Carlos Martins, *op. cit.*, p. 46; HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 1057.

<sup>198</sup> BEBCHUK, Lucian; COATES IV, John; and SUBRAMANIAN, Guhan. *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, Discussion Paper No. 353, Harvard Law School. Cambridge, Massachusetts: Stanford Law Review, Vol. 54, pp.887-951 (2002), disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=304388](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304388), acesso em 04.11.2015. SOLOMON, Steven Davidoff. *The Case Against Staggered Boards in The New York Times*, publicado em 20 de março de 2012, disponível em <http://dealbook.nytimes.com/2012/03/20/the-case-against-staggered-boards/>, acesso em: 03.11.2015.

<sup>199</sup> HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K., *op. cit.*, p. 1057; “Del. Gen. Corp. Law § 141 Board of directors; powers; number, qualifications, terms and quorum; committees; classes of directors; nonstock corporations; reliance upon books; action without meeting; removal. (...) (d) *The directors of any corporation organized under this chapter may, by the certificate of incorporation or by an initial bylaw, or by a bylaw adopted by a vote of the stockholders, be divided into 1, 2 or 3 classes; the term of office of those of the first class to expire at the first annual meeting held after such classification becomes effective; of the second class 1 year thereafter; of the third class 2 years thereafter; and at each annual election held after such classification becomes effective, directors shall be chosen for a full term, as the case may be, to succeed those whose terms expire. The certificate of incorporation or bylaw provision dividing the directors into classes may authorize the board of directors to assign members of the board already*

No Brasil, contudo, não é possível a aplicação deste mecanismo, pois o artigo 140 da Lei das S.A. estabelece que os membros do conselho serão destituíveis a qualquer tempo, sendo tal competência privativa da assembleia geral, conforme artigo 122, inciso II<sup>200</sup>.

(iii) Golden Parachute

O terceiro e último exemplo de medidas defensivas preventivas contra *hostile takeovers* é a do *Golden Parachute*. Este mecanismo prevê, nos contratos de trabalho dos altos executivos da Companhia, montuosas compensações financeiras em casos de demissão após a tomada de controle hostil. Este mecanismo é passível de adoção no Brasil e, na prática, é incluído nos “planos de remuneração variável dos administradores”, podendo ser aprovados tanto pela assembleia geral como pelo conselho, a depender do que dispõem o estatuto social da Companhia<sup>201</sup>.

---

*in office to such classes at the time such classification becomes effective. The certificate of incorporation may confer upon holders of any class or series of stock the right to elect 1 or more directors who shall serve for such term, and have such voting powers as shall be stated in the certificate of incorporation. The terms of office and voting powers of the directors elected separately by the holders of any class or series of stock may be greater than or less than those of any other director or class of directors. In addition, the certificate of incorporation may confer upon 1 or more directors, whether or not elected separately by the holders of any class or series of stock, voting powers greater than or less than those of other directors. Any such provision conferring greater or lesser voting power shall apply to voting in any committee or subcommittee, unless otherwise provided in the certificate of incorporation or bylaws. If the certificate of incorporation provides that 1 or more directors shall have more or less than 1 vote per director on any matter, every reference in this chapter to a majority or other proportion of the directors shall refer to a majority or other proportion of the votes of the directors” ; Model Business Corporation Act: § 8.06. STAGGERED TERMS FOR DIRECTORS: The articles of incorporation may provide for staggering the terms of directors by dividing the total number of directors into two or three groups, with each group containing one-half or one-third of the total, as near as may be. In that event, the terms of directors in the first group expire at the first annual shareholders’ meeting after their election, the terms of the second group expire at the second annual shareholders’ meeting after their election, and the terms of the third group, if any, expire at the third annual shareholders’ meeting after their election. At each annual shareholders’ meeting held thereafter, directors shall be chosen for a term of two years or three years, as the case may be, to succeed those whose terms expire”.*

<sup>200</sup> “Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia geral e por ela destituíveis a qualquer tempo (...)”; “Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: (...) II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142”.

<sup>201</sup> NETO, Carlos Martins, *op. cit.*, p. 49.

### 2.5.2.2 As Medidas Repressivas

Neste segundo momento, serão expostos outros exemplos de cláusulas ou medidas tomadas pelo conselho de administração quando há uma oferta hostil em curso, tendo o propósito, então, de frustrá-las ou de elevar o ônus do ofertante na aquisição da Companhia-alvo. Os exemplos a serem expostos são: (i) *Greenmail*; (ii) *Pac-man Defense*; (iii) *White Knight*; (iv) *White Squire*; e (v) *Crown Jewel*.

#### (i) *Greenmail*

Adaptado da palavra em inglês que significa extorsão (“*Blackmail*”), a presente medida de defesa é caracterizada, basicamente, por uma recompra de ações da Companhia-alvo do potencial novo controlador adquiridas no contexto da oferta hostil, mediante pagamento de um prêmio substancial. Assim, poder-se-ia fazer com que o ofertante desistisse de adquirir o controle da sociedade<sup>202</sup>.

Tal mecanismo foi questionado e considerado proibido em diversos estados americanos, uma vez que daria um tratamento desigual para os acionistas da Companhia e poderia ser caracterizado como utilização indevida dos recursos da mesma<sup>203</sup>. Conforme expõe Plínio José Lopes Shiguematsu:

“ Nos Estados Unidos, o seu uso foi questionado em algumas cortes e, embora possuía uma natureza discriminatória, recebeu sinal verde da corte de *Delaware*, reconhecida por sua especialização em questões societárias. No entanto, a jurisprudência de cortes de outros estados norte-americanos, como a Califórnia, deram suporte aos acionistas que questionaram o uso do *Greenmail*, por entender que ocorreu quebra do dever fiduciário dos administradores”<sup>204</sup>.

<sup>202</sup> NETO, Carlos Martins, *op. cit.*, p. 50; COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee, *op. cit.*, vol. II, p. 636.

<sup>203</sup> ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, *op. cit.*, p. 331.

<sup>204</sup> SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes, *op. cit.*, p. 425 *apud* NETO, Carlos Martins, *op. cit.*, p. 50.

A adoção de medidas similares no Brasil esbarraria com as disposições do artigo 30 da Lei das S.A., o qual restringe a possibilidade de negociação das próprias ações por parte da Companhia<sup>205</sup>.

(ii) Pac-man Defense

Apesar de não muito utilizado, o segundo mecanismo a ser exposto neste trabalho é o *Pac-man Defense*, qual é caracterizado pela proposição de uma contraoferta direcionada às ações da Companhia ofertante ameaçando a tomada de controle de forma hostil por parte da Companhia-alvo.

Novamente neste caso, haveria a necessidade de movimentação de recursos da Companhia por parte do conselho de administração, podendo se caracterizar como violação do dever de lealdade e diligência<sup>206</sup>.

(iii) White Knight

Este mecanismo busca neutralizar possíveis ofertas hostis a partir da busca de uma oferta concorrente, porém amigável, por parte de um investidor ou companhia que se apresente mais atrativa para os administradores como para os acionistas da Companhia-alvo. Assim, em uma batalha de preços, busca-se fazer com que o ofertante hostil desista do negócio<sup>207</sup>.

---

<sup>205</sup> “Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações. § 1º Nessa proibição não se compreendem: a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei; b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação; c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea b e mantidas em tesouraria; d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída. § 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso. § 3º A companhia não poderá receber em garantia as próprias ações, salvo para assegurar a gestão dos seus administradores. § 4º As ações adquiridas nos termos da alínea b do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto. § 5º No caso da alínea d do § 1º, as ações adquiridas serão retiradas definitivamente de circulação”.

<sup>206</sup> SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes, *op. cit.*, p. 427/428 in NETO, Carlos Martins, *op. cit.*, p. 51.

<sup>207</sup> NETO, Carlos Martins, *op. cit.*, p. 52; ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, *op. cit.*, p. 331.



Um caso interessante que pode ser citado a respeito deste mecanismo de defesa, mas que também incluía o *crown jewel* e a *poison pill*, é o da batalha travada entre dois gigantes da moda mundiais, *Luis Vuitton Moët Henessy* - L.V.M.H. e *Gucci*, ocorrido em 1999, na qual tais mecanismos foram alavancados a partir da notícia de aquisição de 5% de participação no mercado por parte do primeiro no capital social da segunda.

Neste cenário, a primeira tentativa de evitar tal aquisição por parte da *Gucci*, através da diluição da participação da LVMH por meio do uso da *poison pill*, foi negada pela justiça de Amsterdam. Assim, *Gucci* tinha apenas duas saídas: a perda de Tom Ford, estilista da casa na época, cujo contrato de trabalho previa a possibilidade deste sair da Companhia caso qualquer acionista atingisse o marco de 35% de participação em seu capital social, caracterizando, portanto, o mecanismo de defesa chamado *crown jewel*, como se verá a seguir; ou a busca por um outro investidor que se apresentasse como mais atrativo, ou seja, a busca por um *White Knight*. *Gucci* optou pelo segundo, tendo o grupo francês *Pinault-Printemps-Redoute* formulado oferta concorrente, impedindo, então, a sua possível e eminente tomada de controle pela LVMH<sup>208</sup>.

#### (iv) White Squire

Semelhante à medida do *white knight*, o *white squire* é caracterizado pela realização de um aumento de capital na Companhia-alvo, cujas ações novas emitidas são subscritas por outro investidor, acionista ou outra companhia que não a ofertante. Assim, aumenta-se o custo da transação, obrigando o ofertante a adquirir um maior número de ações, uma vez que o aumento de capital dilui sua participação já adquirida na Companhia-alvo. É

---

<sup>208</sup> REUTERS, *Gucci Mulls Bid From LVMH in Takeover Battle*, L.A. Times, publicado em 23 de março de 1999, disponível em <http://articles.latimes.com/1999/mar/23/business/fi-20103>, acesso em: 04.11.2015. BURROUGH, Bryan. *Gucci and Goliath*, Vanity Fair, publicado em Julho de 1999, disponível em <http://www.vanityfair.com/news/1999/07/lvmh-gucci>, acesso em: 04.11.2015.

comum que se estabeleça limitações à aquisição por parte deste novo subscritor para que não se torne um indesejado adquirente de controle<sup>209</sup>.

(v) *Crown Jewel*

Por fim, o último mecanismo a ser citado neste trabalho como medida repressiva de aquisição de controle hostil é a mais radical. Isto porque o mecanismo de venda da “jóia da coroa” é aquele através do qual busca-se alienar um ativo valioso da Companhia-alvo, tornando-a, conseqüentemente, menos atrativa para potenciais ofertantes.

Deve-se proceder com cautela quando diante deste mecanismo, uma vez que, de acordo com a legislação brasileira e norte-americana, a venda de ativos indiscriminada por parte da administração poderia esbarrar nos limites de atuação estabelecidos pelo dever de diligência<sup>210</sup>.

No caso supracitado da *Gucci v. LVMH*, o ativo valioso seria o nome que coordenava a casa à época, qual seja, o estilista Tom Ford. Caso a porcentagem de 35% de participação de qualquer acionista fosse atingida, seu contrato permitia sua saída daquela Companhia, sendo, portanto, uma tentativa de tornar a aquisição da casa menos atrativa.

Neste cenário, concluímos que, a respeito do tema, conforme afirma Paulo Fernando Campos Salles de Toledo:

“ Há dois fatores que merecem ser enfocados a respeito deste ponto. Um deles é o que incumbe aos administradores da Companhia atuar no sentido de atingir os fins por ela buscados e de atender os interesses sociais. Para tanto, espera-se que eles examinem a oferta com proficiência e procurem outros eventuais interessados que ofereçam condições mais atraentes para o negócio. Justifica-se, pois, que os administradores tenham, entre suas atribuições, receber a oferta de aquisição.

Por outro lado, não se pode esquecer que uma consequência óbvia da tomada de controle será a adequação do quadro de administradores aos interesses do novo controlador. É claro que isso irá acarretar uma “dança das cadeiras”,

<sup>209</sup> NETO, Carlos Martins, *op. cit.*, p. 53.

<sup>210</sup> *Ibid*, p. 54.

protagonizada pelos integrantes da alta gestão da empresa. Por mais desapegados que estes sejam, não se pode censurá-los por defenderem seus próprios interesses. O problema é o risco de que os coloquem acima dos interesses da Companhia. Com isso, os prejudicados são os acionistas, que deixam de receber o justo preço por suas ações – quando vendidas por um montante inferior ao que poderia ser alcançado – ou, pelo contrário, quando não negociadas, enquanto a oferta devesse ter sido aceita”<sup>211</sup>.

Como nossa experiência demonstra a limitação à inclusão de *poison pills* nos estatutos, devemos acrescentar a opinião de Paulo Cezar Aragão ao analisar tais dispositivos:

“É semelhante à venda de um terno de casimira para alguém que mora em Teresina, sob o argumento de que atende às suas demandas, além de ser a última moda, para depois esse pobre usuário descobrir que não consegue sair da roupa, de tão bem talhada que foi”<sup>212</sup>.

Assim, considera-se no mercado brasileiro que as mesmas seriam necessárias, tendo em vista ser interpretadas as tomadas hostis de controle de modo negativo. Tal afirmação não deve, no entanto, ser tomada como absoluta, afinal, por mais que existam situações bem desenhadas nas quais a referida cláusula se insere como verdadeiro “terno de casimira”, muitas vezes é benéfico ao interesse social que tal medida não seja inserida no estatuto<sup>213</sup>.

Como boa prática de governança corporativa, inclusive, o regulamento do Novo Mercado exige, por exemplo, que o conselho de administração elaborasse parecer prévio e fundamentado a respeito de toda e qualquer oferta pública de aquisição que tenha por objeto ações de

---

<sup>211</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison Pill: Modismo ou Solução?* in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 162 *apud* NETO, Carlos Martins, *op. cit.*, p. 58.

<sup>212</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar. *Jogo Rápido*. Revista Capital Aberto, nº 85, ano 8, publicado em 01.09.2010, p. 35 *apud* MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Victor de Britto Lobão. *Análise Prática e Considerações Sobre a Realidade e a Aplicação das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias Abertas Brasileiras (Brazilian Pills)* in SILVA, Alexandre Couto (coord.) *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 257.

<sup>213</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Victor de Britto Lobão, *op. cit.*, p. 257.

emissão da Companhia em questão, comentando sobre a oportunidade e conveniência da mesma em face ao interesse social, entre outros pontos<sup>214</sup>.

Apesar de praticamente não existir jurisprudência sobre o tema no Brasil e à matéria não ter sido dada tanta atenção<sup>215</sup>, podemos observar que é traçada uma linha tênue entre o que é permitido sob o manto do interesse social para a administração em face de uma tentativa de tomada de controle. Deve-se sempre ter em mente que o dever de diligência paira sob quaisquer decisões tomadas pelo conselho de administração e não são todas as medidas que são aceitas sob este argumento.

O iluminista Jeremy Bentham uma vez afirmou ser inútil falar do interesse da comunidade sem entender qual é o interesse do indivíduo<sup>216</sup>. Sem ofensas ao ilustre filósofo, mas, como podemos concluir da análise do presente capítulo, adaptada ao contexto societário, tal frase não se aplica, uma vez que o bem-estar da Companhia deve sempre prevalecer, independente de qual seja a motivação do conselheiro, mesmo diante de cenários críticos, como o de uma oferta hostil.

---

<sup>214</sup> “4.8. *Manifestação do Conselho de Administração.* O Conselho de Administração da Companhia deverá elaborar e tornar público parecer prévio fundamentado sobre toda e qualquer oferta pública de aquisição que tenha por objeto as ações de emissão da Companhia, no qual se manifestará: (i) sobre a conveniência e oportunidade da oferta quanto ao interesse do conjunto dos acionistas e em relação à liquidez dos valores mobiliários de sua titularidade; (ii) sobre as repercussões da oferta sobre os interesses da Companhia; (iii) quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à Companhia; e (iv) outros pontos que considerar pertinentes. No parecer, o Conselho de Administração deverá manifestar opinião fundamentada favorável ou contrária à aceitação da oferta pública de aquisição de ações, alertando que é responsabilidade de cada acionista a decisão final acerca da aceitação, ou não, da referida oferta”. Disponível em <http://bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>, acesso em: 04.11.2015.

<sup>215</sup> ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, *op. cit.*, p. 336.

<sup>216</sup> BENTHAM, Jeremy. *Uma Introdução aos Princípios da Moral e da Legislação*. Tradução Luiz João Braúna, 3 ed., São Paulo: Abril Cultural, 1984, p. 10.

### 3. Conclusão

Como dito anteriormente, este trabalho se propôs a oferecer um histórico no surgimento e desenvolvimento das sociedades anônimas, desde os séculos que antecederam a Revolução Industrial até a organização e estrutura como conhecemos hoje. Além disso, tratou-se de uma breve exposição a respeito do fenômeno da separação da propriedade e da gestão dos negócios e seus efeitos para a realidade das companhias, quais sejam: o surgimento dos conflitos da relação de agência entre gestores e acionistas e, em consequência, o aparecimento de novas regras de governança corporativa originadas de grupos de interesse, como acionistas, investidores etc., os quais buscavam mais transparência e proteção diante da grande liberdade de atuação concedida aos administradores dentro das companhias.

Em um segundo momento, buscamos expor mais detidamente as características do conselho de administração, um dos órgãos mais importantes da governança corporativa, no Brasil, com base na Lei das S.A., e, demonstrar, através de uma comparação de institutos e jurisprudência dos Estados Unidos, com foco especial no estado de *Delaware*, quais seriam as semelhanças e as sutilezas que separam um sistema jurídico de outro. Desde o modo de composição do referido órgão, como também das práticas diante de ofertas hostis de tomada de controle, podemos observar que, a legislação de *Delaware* apresenta uma liberalidade maior impensável para a realidade legislativa brasileira.

Vimos, no entanto, que a maior parte dos institutos da Lei das S.A. foram absorvidos da prática empresarial daquele país, principalmente no que tange aos deveres dos administradores e das medidas defensivas contra o *hostile takeover*, entre outros. A título de esclarecimento, fazemos um resumo abaixo das principais semelhanças e diferenças de um sistema jurídico e outro (*vide tabela*).

Direito Societário Brasileiro	Direito Societário Norte-Americano ( <i>Delaware</i> )
Surgimento das Companhias em caráter primordialmente <u>familiar</u> , com <u>controle definido</u> . Conselho de Administração fraco.	Companhias com capital <u>pulverizado</u> , <u>sem</u> controle definido. Conselho de Administração forte e influente.
Administração da Companhia <u>híbrida</u> , <u>hierárquica e organizacional</u> .	Administração <u>centralizada</u> no <i>Board of Directors</i> , porém igualmente <u>hierárquica e organizacional</u> .
Órgão <u>deliberativo</u> , sem atribuições individuais aos conselheiros, com exceção do <u>Presidente</u> . Imprescindível <u>reunião</u> para validação de seus atos.	Órgão <u>deliberativo</u> , sem atribuições individuais aos conselheiros, no entanto, sem obrigação de existência de presidente. Casos <u>excepcionais</u> de atos <u>sem necessidade de reunião</u> .
Composição de, no mínimo, 3 membros.	Composição por 1 ou 2 membros
Por previsão legal, a eleição poderá ser por chapas ( <i>default</i> ) ou, <u>quando solicitado</u> , por voto múltiplo ou em separado.	Por disposição <u>estatutária ou legal</u> , a eleição será <u>sempre</u> por meio do <i>Straight Voting</i> (por chapas) ou do <i>Cummulative Voting</i> (voto múltiplo).
Dever de Diligência. Virtuosidade do homem diligente e <i>businessman</i> .	<i>Duty of Care. Idem.</i>
Dever de Lealdade; <u>Interesses da Companhia deve prevalecer</u> acima dos pessoais, não devendo auferir vantagem para si ou para outrem às custas da Companhia. <i>Insider Trading</i> . Responsabilização de qualquer pessoa, com <u>nexo profissional</u> , que tenha acesso à informações privilegiadas e a utilize para ganho pessoal. Aplicação da doutrina <i>disclose or refrain from trading</i> .	<i>Duty of Loyalty; Idem.</i> <i>Insider Trading</i> . A responsabilização do <i>insider</i> ou de terceiros se dá mediante comprovação de que, mesmo sem nexo profissional, a pessoa poderia razoavelmente acreditar que tal informação foi <u>resultado de uma quebra do dever de fidúcia</u> . Aplicação da doutrina <i>disclose or refrain from trading</i> .

Responsabilidade por violação a deveres jurídicos, incluindo a <u>culpa ou o dolo</u> . <i>Business Judgment Rule</i> adota o posicionamento da <u>razoabilidade</u> para avaliar a responsabilidade do administrador.	Responsabilidade dos administradores limitável por meio de previsão estatutária. <i>Business Judgment Rule</i> é avaliado pelo critério de <u>racionalidade</u> , sendo afastado pelo critério da <u>gross negligence</u> .
Medidas aplicáveis: <i>Golden Parachute</i> , <i>White Knight</i> , <i>Pac-man Defense</i> e <i>poison pill</i> “à brasileira”, como previsão estatutária estabelecendo <u>porcentagem de participação acionária mínima</u> para obrigatoriedade de realização de <u>OPA</u> . Possibilidade de Disposições legais proíbem a existência de outros mecanismos de defesa.	Todas as medidas preventivas e medidas repressivas conta a tomada de controle hostil são legais e aplicáveis, limitadas apenas pelo <u>dever de diligência</u> , ameaça às <u>políticas da Companhia (corporate policy)</u> e se a resposta é <u>proporcional à ameaça</u> . A <i>poison pill</i> se diferencia por ser um direito dado a acionistas de adquirirem novas ações por um preço extremamente reduzido.

Podemos concluir, então, que a aparente separação dos sistemas jurídicos de ambos os países, em razão das distintas origens do direito romano-germânico e do *common law*, em nada influenciaram a prática societária, tão largamente difundida através das relações comerciais entre os países. Diferenças pontuais resultantes da cultura de cada país são naturais, porém, qualquer tendência à adoção de regras comprovadamente eficientes e jurisprudencialmente bem fundamentadas e aplicadas será positiva se recepcionadas em conjunto com a razão de ser de cada instituto.

Assim, as semelhanças entre as legislações devem ser comemoradas. Apesar de inimaginável no Brasil de hoje concebermos a criação de uma legislação tão liberal como esta, mesmo que comprovadamente eficiente e eficaz, vimos que a Lei das S.A. consegue se aproximar dos institutos no que lhe é possível, demonstrando que seus dispositivos de fato podem ser

tão compatíveis com as melhores práticas internacionais quanto em *Delaware*, mesmo que os tribunais brasileiros não tenham tido oportunidade de se pronunciar a respeito de diversas questões. Se cada vez mais países adotam medidas similares e aproximam suas legislações, permitindo que a doutrina de um seja usado na aplicação de outro, isto nos leva a crer que possivelmente possa existir certa inteligência no caminho trilhado pela unanimidade.



## 4. Bibliografia

\_\_\_\_\_. *Crash de 1929*, Acervo, Jornal o Estado de São Paulo, disponível em <http://acervo.estadao.com.br/noticias/topicos,crash-de-1929,389,0.htm>, acesso em: 05.11.2015.

\_\_\_\_\_. *The Great Depression*, History.com, 2009, disponível em <http://www.history.com/topics/great-depression>, acesso em: 09.11.2015.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2006.

ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina. *Oferta Hostil e Poison Pills in Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*, Coordenação Prof. Arnaldo Wald, Min. Fernando Gonçalves e Prof(a) Moema Augusta Soares de Castro, São Paulo: Quartir Latin, 2011.

BEBCHUK, Lucian; COATES IV, John; and SUBRAMANIAN, Guhan. *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, Discussion Paper No. 353, Harvard Law School. Cambridge, Massachusetts: Stanford Law Review, Vol. 54, pp.887-951 (2002), disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=304388](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304388), acesso em 04.11.2015.

BENTHAM, Jeremy. *Uma Introdução aos Princípios da Moral e da Legislação*. Tradução Luiz João Braúna, 3 ed., São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BRANCO, Adriano Castello. *O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas*. 2 ed. São Paulo: Forense Universitária, 2007, p.29.

BRITO, Alessandro Vicente de. *O Conselho de Administração da Sociedade Anônima*. Revista de Direito Empresarial, Curitiba, nº 6, jul./dez. 2006.

BURROUGH, Bryan. Gucci and Goliath, Vanity Fair, publicado em Julho de 1999, disponível em <http://www.vanityfair.com/news/1999/07/lvmh-gucci>, acesso em: 04.11.2015

CARMO, Eduardo de Sousa. *Relações Jurídicas na Administração da S.A.* Rio de Janeiro: Aide, 1988.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2003, v. 1, 2 e 3.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. New York: Aspen Publishers, 1986.

COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee. *Cox & Hazen on Corporations*. New York: Aspen Publishers, 2nd ed., vol. I and II, 2003.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 1, 2 e 3.

FREITAS, Clarissa Figueiredo de Souza. *Os Poderes do Conselho de Administração para Impor Medidas Defensivas Contra Oferta Hostis no Direito Comparado e na Legislação Brasileira in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 159/160, Ano L, Jul./Dez 2011, São Paulo: Malheiros.

GELMAN, Marina Oehling, *O Conceito de Conselheiro Independente Vigente na Regulamentação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BMF&BOVESPA*. São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2012.

HAMILTON, Robert W.; MACEY, Jonathan R.; MOLL, Douglas K. *Cases and Materials on Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies*. American Casebook Series. Minnesota: West, 11th Ed., 2010.

JR., Lewis S. Black. *Por que as Sociedades Escolhem Delaware*. Divisão do Departamento Estadual de Sociedades de *Delaware*, 2007.

LAMY Filho, Alfredo; BULHÕES Pedreira, José Luiz. *Direito das Companhias*, vol. 1 e 2, Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Lei das S.A.*, 2 ed. Rio de Janeiro, 1996, v. 1 e 2.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, v. 2, t. 1, n. 684.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 4ª ed., 2010.

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, vol. 3, São Paulo: Bookseller, 2004.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas – *insider trading* – no Brasil e nos Estados Unidos. in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano 18, n. 34, abr./jun., 1979.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Victor de Britto Lobão. Análise Prática e Considerações Sobre a Realidade e a Aplicação das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias Abertas Brasileiras (Brazilian Pills) in SILVA, Alexandre Couto (coord.) *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Regra do Julgamento do Negócio (*Business Judgment Rule*) in *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. Coordenação Alexandre Couto Silva. São Paulo: Saraiva, 2013.

NETO, Carlos Martins. *Dispersão Acionária, Tomada Hostil de Controle e Poison Pills: Breves Reflexões* in *Revista Semestral de Direito Empresarial*, nº 5, Jul./Dez 2009, Rio de Janeiro, Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro.

NOKED, Noam. *Delaware Court Finds Dissident Director Breached Duty of Loyalty*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 26 Oct., 2012, disponível em <http://corpgov.law.harvard.edu>, acesso em 05.11.2015.

PARENTE, Flavia. *O Dever de Diligência dos Administradores e Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PETTET, Bem. *Company Law*. Essex: Pearson Education Limited, 2<sup>nd</sup> Ed., 2005.

REUTERS, Gucci Mulls Bid From LVMH in Takeover Battle, L.A. Times, publicado em 23 de março de 1999, disponível em <http://articles.latimes.com/1999/mar/23/business/fi-20103>, acesso em: 04.11.2015.

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SOLOMON, Steven Davidoff. *The Case Against Staggered Boards in The New York Times*, publicado em 20 de março de 2012, disponível em <http://dealbook.nytimes.com/2012/03/20/the-case-against-staggered-boards/>, acesso em: 03.11.2015.

TANOUE, Luciana. *O Conselho que Queremos – Eficácia dos boards com grande parcela de independentes é questionada no Brasil e no mundo*. Independentes Demais, Revista Capital Aberto, Jun./2013, Disponível em: <https://corporategovernanceoup.wordpress.com/2010/12/06/is-director-independence-so-important/>, acesso em 27 de out 2015.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. O Conselho de Administração na Sociedade Anônima, cit. p. 27-28 in BRITO, Alessandro Vicente de. *O Conselho de Administração da Sociedade Anônima*. Revista de Direito Empresarial, Curitiba, nº 6, jul/dez. 2006.

### **Jurisprudência**

*Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, rehearing denied, 407 U.S. 916 (1972).

*Auerbach v. Bennet*. 47 NY 2d 625, 393 NE 2d 997, 419 NYS 2d 923.

*Blackie v. Barrack*, 524 F. 2d 918 (9th Cir. 1975), cert. Denied, U.S. (1976).

*Brehm v. Eisner*, 746A.2d 244, 256, Del. 2000.

*Cady, Roberts & Co*, 40 SEC 907 (1961).

*Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

*Dodge v. Ford Motor Co.*, 240 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919).

*Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).

*Guth v. Loft, Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).

*Kavanaugh v. Kavanaugh Knitting Co.*, 226 NY 185, 123 N.E. 148, 151 (1919).

*Maddock v. Vorclone Corp.*, 147 A. 255 (Del. Ch. 1929).

*Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 (1970).

*Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

*SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969).

*Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F. 2d 228 92d. Circ. 1974).

*Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

*United States v. Newman*, 664 F.2d 12 (2d Cir. 1981), aff'd after remand, 722 F.2d 729 (2d Cir. 1983), cert. denied, 464 U.S. 863 (1983).

*United States v. O'Hagan*, 117 S. Ct. 2199 (1997).

### **Decisões e Pareceres**

Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2005/1443, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 23.03.2006.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/1443, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 10.03.2006.

RE MEMO/SRE/GER-1/Nº 214/2008, referente ao Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2008/7849.

Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/1173, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. em 02.10.2003.

Parecer de Orientação CVM RJ nº 36/09.

### **Sítios da Internet**

[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)

[www.sec.gov](http://www.sec.gov)