



# PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

---

## **O DEVER DE LEALDADE DE ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS**

por

**MARCELO GARCIA SIMÕES BARBOSA**

**ORIENTADOR(A): LUIZ CLÁUDIO S. CRISTÓFARO**

**2008.2**

---

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

# **DEVER DE LEALDADE DE ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS**

**por**

**MARCELO GARCIA SIMÕES BARBOSA**

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): Luiz Cláudio S. Cristófar

**2008.2**

*Dedico este trabalho à minha família, amigos e professores.*

## **Agradecimentos**

Ao meu pai, por ter despertado em mim a vontade de ser advogado;

À minha mãe, por sua dedicação;

Aos meus irmãos, por sempre estarem ao meu lado;

Ao meu afilhado querido, por todo seu amor;

Aos meus amigos, pelos momentos inesquecíveis;

Aos meus professores, pela dedicação em transmitir seu conhecimento; e

A todos os amigos dos escritórios Ulhôa Canto, Rezende e Guerra – Advogados e Sergio Bermudes Advogados, por tudo que me ensinaram.

**Resumo e Palavras-chave:** A presente monografia tem como escopo analisar o dever de lealdade que deve ser observado pelos administradores de sociedades anônimas. Para tanto, partiu-se da legislação atualmente em vigor, que estabelece uma série de vedações à atuação dos administradores, sendo abordadas as opiniões dos mais renomados autores de direito societário. Cada capítulo do presente estudo trata de uma das vedações estabelecidas pela legislação societária, sendo expostas as principais questões suscitadas pela doutrina e pela jurisprudência. Dever de lealdade. Administradores. Sociedade anônima. Independência. Usurpação de oportunidade de negócio da companhia. *Insider trading*. Conflito de interesses.

## Sumário

Introdução .....	6
Capítulo I – Conceito do Dever de Lealdade.....	11
Capítulo II – Origem do Dever de Lealdade dos Administradores.....	16
Capítulo III – Atuação Independente do Administrador .....	20
III.I – A Introdução de Práticas de Governança Corporativa .....	27
III.II – O Dever de Lealdade e as Alterações Promovidas pela Lei 10.303/01 .....	32
Capítulo IV – Usurpação de Oportunidade de Negócio da Companhia .....	43
IV.I – <i>Corporate Opportunity Doctrine</i> .....	44
IV.II – Responsabilização dos Administradores .....	50
IV.III – Aquisição de Bens ou Direitos Necessários à Companhia .....	55
Capítulo V – Insider Trading .....	57
Capítulo VI – Conflito de Interesses .....	65
Capítulo VII – Outras Condutas Vedadas aos Administradores.....	72
Conclusão.....	76
Bibliografia .....	81

## Introdução

Neste início de século, assumem importância crescente as sociedades anônimas abertas, que passaram a ser destinatárias diretas da economia popular. A condução da sociedade de maneira ética, diligente e leal é fundamental para que o mercado de capitais nacional continue a se desenvolver, enfrentando as crises e turbulências internas e externas. Esse desenvolvimento é fundamental para as sociedades e para a economia nacional, uma vez que o mercado de capitais se torna, cada vez mais, uma alternativa viável e atrativa para as empresas se capitalizarem.

Esse importante papel desempenhado pelas sociedades na economia moderna e os deveres e responsabilidades sociais daí decorrentes motivaram o legislador a criar uma espécie de Código de Ética, prescrevendo de forma minuciosa nos arts. 153 a 160 da Lei 6.404, de 15.12.1976 (“Lei das S.A.”), com as alterações promovidas pela Lei 10.303, de 31.10.2001, os deveres e responsabilidades dos administradores. A intenção do legislador foi explicitada na exposição de motivos da Lei das S.A.:

“Os arts.154 a 161 definem, em enumeração minuciosa, e até pedagógica, os deveres e responsabilidades dos administradores. É Seção da maior importância no Projeto porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário. Não é mais possível que a parcela de poder, em alguns casos gigantesca, de que fruem as empresas - e, através delas, seus controladores e administradores - seja exercida em proveito apenas de sócios majoritários ou dirigentes, e não da companhia, que tem outros sócios, e em detrimento, ou sem levar em consideração, os interesses da comunidade.

As normas desses arts. são, em sua maior parte, meros desdobramentos e exemplificações do padrão de comportamento dos administradores definido pela lei em vigor - o do ‘homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios’ (§ 7º do art. 116 do Decreto-lei nº 2.627) e, em substância, são as que vigoram, há muito tempo, nas legislações de outros povos; formuladas, como se encontram, tendo presente a realidade nacional, deverão orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos. Servirão, ainda, para caracterizar e coibir abusos”.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976.

A Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) também vem desempenhando papel fundamental, através da regulamentação e da fiscalização dos agentes que atuam no mercado, buscando proteger os acionistas minoritários, evitar abusos por parte dos controladores e garantir que as operações e negociações com valores mobiliários se dêem de maneira ética e transparente. Um bom exemplo da constante atuação da CVM na busca por uma maior transparência do mercado de capitais e proteção aos interesses dos minoritários é o parecer de orientação nº 35<sup>2</sup>, de setembro de 2008.

A importância do tema foi demonstrada na edição da Lei 10.303/01, que promoveu alterações na Lei das S.A. buscando propiciar maior credibilidade e transparência ao mercado de capitais brasileiro. Nas palavras do Deputado Emerson Kapaz, relator do Projeto de Lei nº 3.115, de 1997, “(...) um mercado acionário forte e verdadeiramente democratizado (...) depende, é óbvio, de que os investidores, principalmente pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam defendidos seus interesses, não se permitindo a manipulação e o desrespeito a seus direitos por manobras e políticas estabelecidas unilateralmente pelos controladores (...)”.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> O parecer de orientação nº 35, de 01.09.2008, trata dos “deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum”. O referido parecer de orientação estabelece um procedimento a ser seguido pelos administradores da sociedade controlada ou das sociedades sob controle comum para avaliar a operação que lhes é proposta, “defendendo os interesses da companhia que administram e de seus acionistas, assegurando a fixação de uma relação de troca equitativa”. Afirma o referido parecer que os administradores devem negociar as operações que lhes são propostas “em benefício de todos os seus acionistas e não apenas do controlador”, devendo os termos e condições da operação “ser objeto de efetivas negociações entre as partes”.

<sup>3</sup> *Apud* CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel. *Conselho de Administração: seu Funcionamento e Participação de Membros Indicados por Acionistas Minoritários e Preferencialistas*. In: LOBO, Jorge (Coord.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 385.

É nesse contexto que devem ser analisados e estudados os deveres dos controladores e dos administradores das sociedades, uma vez que cabe a eles fazer com que a sociedade atenda às finalidades econômicas e sociais a que se destina.

A presente monografia tem como escopo o estudo de um dos deveres impostos pela Lei das S.A. aos administradores das sociedades anônimas, qual seja o dever de lealdade. Esse dever de lealdade se insere entre os deveres dos administradores expressamente previstos na Lei das S.A.. Realmente, a Lei das S.A. elenca na Seção IV, em seus artigos 153 a 157, os principais deveres dos administradores, que são o dever de diligência (art. 153), o dever de lealdade (art. 155) e o dever de informar (art. 157)<sup>4</sup>.

Conforme destacado por FLÁVIA PARENTE, a Lei das S.A., sob forte influência do direito norte-americano, elencou nesses artigos os principais deveres a serem observados pelos administradores, fixando padrões de conduta ou *standards*. Nas palavras da autora, “os *standards* possuem caráter enunciativo, funcionando como diretivas genéricas, ao indicarem o modelo ou a combinação de elementos aceitos como corretos ou perfeitos pelo homem médio, sob determinadas circunstâncias”<sup>5</sup>.

Esses *standards* possuem um conteúdo aberto, que pode variar conforme o tempo, o local e as circunstâncias, adaptando-se às peculiaridades de cada caso concreto. Os administradores devem utilizar-se dos referidos *standards* na condução dos negócios sociais, como ressalta MODESTO CARVALHOSA:

---

<sup>4</sup> FLÁVIA PARENTE (*Op. cit.* p. 33) elenca como deveres dos administradores, além dos explicitados acima, o dever de cumprimento das finalidades da sociedade (art. 154) e o dever de evitar situações de conflito de interesses (art. 156). Entretanto, com a devida vênia à autora, entendemos que esses deveres estão, na verdade, inseridos dentro do dever de lealdade, que deve ser interpretado de maneira mais abrangente, não se limitando às condutas vedadas pelo art. 155.

<sup>5</sup> PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.p. 34.

“O preceito ora estudado [art. 153, da Lei das S.A.] prescreve alguns padrões de comportamento do administrador. Neles estão implícitos modelos e combinações de elementos que fornecem a linha de conduta subjetiva que deve ser observada pelo administrador. Tais standards são amplos, flexíveis e capazes, portanto, de abranger variadas situações, conforme as circunstâncias e peculiaridades de cada caso”.<sup>6</sup>

Além dos deveres explícitos existem ainda, conforme destaca FÁBIO ULHOA COELHO, deveres implícitos, que podem ser extraídos de normas gerais e dos princípios existentes na Lei das S.A.:

“Também há deveres implícitos, que se concluem de normas mais gerais ou, mesmo, de princípios. São dessa categoria os deveres de observar os estatutos, cumprir as deliberações dos órgãos societários hierarquicamente superiores, controlar a atuação dos demais administradores, não competir com a sociedade etc”.<sup>7</sup>

Muito antes, CARVALHO DE MENDONÇA já destacava a importância da observância fiel da lei e dos estatutos na atuação dos administradores como fiduciários dos direitos e interesses dos acionistas e de terceiros:

“Incumbe-lhes, ainda, a observância fiel da lei e dos estatutos, na salvaguarda dos direitos e interesses da sociedade, dos acionistas e de terceiros. Sob este ponto de vista, os administradores deixam de ser os detentores do Poder Executivo (nº 1.116, supra), para assumirem a posição de fiduciários dos direitos e interesses, garantidos pela lei e pelos estatutos, dos acionistas e terceiros. Em outros termos: eles têm a seu cargo não somente a gestão do patrimônio social, mas também o cumprimento da lei e dos estatutos; representam tanto a sociedade e a lei, como, de certo modo, os acionistas e os credores”.<sup>8</sup>

Nas palavras de JOSÉ EDWALDO TAVARES BORBA, “os administradores têm vários deveres para com a sociedade, podendo-se afirmar que o primeiro de todos esses deveres é o de bem administrá-la”.<sup>9</sup>

---

<sup>6</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 266.

<sup>7</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. v. 2. 5ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 243.

<sup>8</sup> CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. v. II. Tomo III. Livro II. Campinas: Bookseller. 2001. p. 50.

<sup>9</sup> BORBA, José Edwaldo. *Direito Societário*. 11ª ed.. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 413.

Em resumo, os administradores devem sempre pautar sua conduta pela ética e pela boa-fé, buscando o lucro e a prosperidade da sociedade, sem esquecer, contudo, de sua função social, expressamente prevista no art. 154 da Lei das S.A.. Conforme será mais detalhadamente abordado no capítulo III, abaixo, o administrador tem o dever de agir no interesse genérico da sociedade que representa, considerada em seu conjunto, e não apenas no interesse específico de seus acionistas, sendo imprescindível que sejam satisfeitas as “exigências do bem público e da função social da empresa”.<sup>10</sup>

Conforme destacado acima, o escopo da presente monografia é analisar o dever de lealdade dos administradores, e, conseqüentemente, o padrão de conduta que esse dever específico impõe aos mesmos, nesse contexto do desígnio maior da sociedade. A não ser onde expressamente ressalvado, a palavra administradores deverá ser entendida como uma menção indistinta a diretores e conselheiros, uma vez que todos possuem deveres fiduciários para com a sociedade, sendo abrangidos no conceito genérico de “administradores” (art. 145 da Lei das S.A.).

Observe-se que, não obstante a atuação do conselho de administração como órgão colegiado, os deveres fiduciários são devidos individualmente por seus conselheiros, não sendo possível que os mesmos se abstenham de respeitar esses deveres sob a escusa do caráter colegiado do órgão.

---

<sup>10</sup> Art. 154, da Lei das S.A.

## Capítulo I – Conceito do Dever de Lealdade

O Dever de Lealdade é hipótese do gênero Dever de Boa-Fé, não sendo um dever específico, mas uma categoria que enfeixa uma multiplicidade de obrigações de conduta, positivas e negativas, que se manifestam em todos os ramos do Direito. Sua melhor compreensão requer uma breve análise das diferentes formas de manifestação desse dever nas diversas áreas do direito.

No âmbito do direito civil, o dever de lealdade é um dos deveres acessórios trazidos pelo princípio da boa-fé, que permeia todas as relações contratuais. A boa-fé e, mais especificamente, o dever de lealdade estabelecem uma série de condutas, positivas e negativas, que devem ser observadas e seguidas pelos contratantes em todas as fases do negócio jurídico.

Na fase pré-contratual, o dever de lealdade impõe que as partes forneçam-se, reciprocamente, todas as informações relevantes para a celebração do negócio de que dispuserem, bem como atuem de maneira a não causar falsas expectativas na outra parte. Conforme ressalta o grande mestre português MENEZES CORDEIRO, “subcaso importante de deslealdade pré-contratual concretiza-se quando, de modo especialmente injustificado, se abandonem negociações em curso ou quando, de forma condenável, se faça desembocar o processo num contrato nulo”.<sup>11</sup>

Após a celebração do contrato, permanecem os contratantes obrigados a observar o dever de lealdade, devendo abster-se “de comportamentos que possam falsear o objectivo do negócio ou

---

<sup>11</sup> MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha. *Da Boa Fé no Direito Civil*. Coimbra: Livraria Almedina, 2001. p. 551.

desequilibrar o jogo das prestações por elas consignado”.<sup>12</sup> Prossegue o referido autor:

“Com esse mesmo sentido, podem ainda surgir deveres de atuação positiva. A casuística permite apontar, como concretização desta regra, a existência, enquanto um contrato se encontra em vigor, de deveres de não concorrência, de não celebração de contratos incompatíveis com o primeiro, de sigilo face a elementos obtidos por via de pendência contratual e cuja divulgação possa prejudicar a outra parte e de actuação com vista a preservar o objectivo e a economia contratuais”.<sup>13</sup>

Em matéria de direito adjectivo, o Código de Processo Civil também prevê, em seu art. 14, II, que “são deveres das partes e de todos aqueles que de qualquer forma participem do processo” “proceder com lealdade e boa-fé”. Para PONTES DE MIRANDA, o “sentido em que o art. 14, II emprega a palavra, é o de sinceridade, fidelidade, o que exige não só verdade do que se diz como também o dever de não omitir”. Prossegue o autor afirmando que o dever de lealdade engloba “o dever de proceder, por atos, inclusive gestos, ou palavras, com sinceridade, mesmo se não se trata de veracidade do que se diz ou se aponta”.<sup>14</sup>

No direito administrativo, HELY LOPES MEIRELLES ressalta o dever de lealdade do servidor público, assim o definindo:

**“Dever de lealdade** - O *dever de lealdade*, também denominado *dever de fidelidade*, exige de todo servidor a maior dedicação ao serviço e o integral respeito às leis e às instituições constitucionais, identificando-o com os superiores interesses do Estado. Tal dever impede que o servidor atue contra os fins e os objetivos legítimos da Administração, pois que, se assim agisse, incorreria em infidelidade funcional, ensejadora da mais grave penalidade, que é a demissão, vale dizer, o desligamento compulsório do serviço público”.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> *Ibid.* p. 606.

<sup>13</sup> *Ibid.* p. 607.

<sup>14</sup> PONTES DE MIRANDA. *Comentários ao Código de Processo Civil*. Atualização de Sergio Bermudes. t. I. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995. p. 345.

<sup>15</sup> MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito Administrativo Brasileiro*. 27ª ed. atual. por Eurico de Andrade Azevedo, Délcio Balestero Aleixo e José Emmanuel Burle Filho. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 442.

MENEZES CORDEIRO ressalta a importância do dever de lealdade nos contratos de trabalho, que são, naquela seara do direito, denominados deveres de assistência<sup>16</sup>. PONTES DE MIRANDA adverte para a complexidade do referido dever:

“Qual o conteúdo do dever de fidelidade, não tem sido fácil determinar-se. Tem-se de atender às circunstâncias de cada caso, inclusive em sua correlação com outros deveres. O empregador que vem a saber que alguma atividade é nociva ao trabalhador, seja exercida na empresa seja exercida fora, tem o dever de comunicar o que pode ocorrer, ou está ocorrendo, e não só o de tomar providências protectivas.

(...)

O dever é positivo e negativo. Tanto é dever comunicar o que precisa ser comunicado como, noutros casos, abster-se de mencionar ou de omitir algum ato (Alfred Hueck, *Lehrbuch des Arbeitsrechts*, I, 3ª 5ª ed., 179), como o de excessivo carinho com empregadas ou preferências chocantes. A ofensa ao dever de lealdade ou fidelidade pode consistir em mudança de trabalho, ou de lugar ou de tempo; ou em cerceamento da liberdade de pensamento (H. v. Mangoldt, *Das Bonner Grundgesetz*, nota 3 ao art. 5º)<sup>17</sup>.

No âmbito do direito societário, o dever de lealdade aparece com mais ênfase na Lei das S.A. em dois momentos, na conduta do acionista controlador e dos administradores. Quanto aos primeiros, estabelece o parágrafo único do art. 116 que o acionista controlador deve fazer a companhia realizar seu objeto social lealmente, respeitando e atendendo os direitos e interesses dos demais acionistas, dos funcionários da sociedade e da comunidade. Por sua vez, o dever de lealdade dos administradores está expressamente previsto no art. 155, que afirma que o administrador deve servir com lealdade à companhia, estando, entretanto, presente nos arts. 154 e 156, como será visto no decorrer deste trabalho.

No que se refere ao dever de lealdade dos administradores, TOLEDO o define como o dever “de ser fiel aos interesses e à finalidade da empresa,

---

<sup>16</sup> MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha. *Op. cit.* p. 607.

<sup>17</sup> PONTES DE MIRANDA. *Tratado de direito privado*. t. XLVII. 1ª ed. Atualizado por Wilson Rodrigues Alves. Campinas: Bookseller, 2006. p. 632.

honrando os compromissos assumidos”, “deve[ndo] servir à companhia, e não servir-se dela”.<sup>18</sup>

LIMA traz interessante observação, afirmando que “o enunciado do dever de lealdade nada mais é, em síntese, que a reprodução do preceito bíblico, segundo o qual o homem não deve servir a dois senhores”<sup>19</sup>. Com efeito, deve o administrador buscar conciliar os interesses de todos os *stakeholders*, sejam eles acionistas, empregados, credores ou consumidores, agindo sempre no melhor interesse da sociedade que representa.

No direito norte-americano, o *Corporate Director's Guidebook* assim define o *duty of loyalty*:

“The duty of loyalty requires a director's conduct to be in good faith and in the best interests of the corporation – and not in the director's own interest or in the interest of another person (such as a family member) or an organization with which the director is associated. Simply put, the director should not use the directors corporate position for personal profit or gain or for other personal or non-corporate advantage”.<sup>20</sup>

ANDRÉ TUNC ressalta que os administradores são as pessoas a quem os acionistas confiaram os destinos da sociedade, devendo os mesmos se mostrarem dignos da referida confiança. Sua missão essencial é a de fazer com que a sociedade produza os frutos que dela são esperados, cumprindo com seu objeto social. Portanto, ao agirem, deverão os administradores levar em conta apenas os interesses que lhes foram confiados, não podendo nunca privilegiar seus interesses pessoais em detrimento dos da sociedade.<sup>21</sup>

---

<sup>18</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997. p. 57.

<sup>19</sup> LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 71. Eis o preceito ao qual o autor se refere: “Ninguém poderá servir a dois senhores, porque ou odiará um e amará o outro ou se submeterá a um e desprezará o outro”. (Bíblia, MATEUS, VI-24).

<sup>20</sup> AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Corporate Director's Guidebook*. Chicago, 2001. p. 1.070.

<sup>21</sup> Nas palavras do autor: "Les dirigeants sont des personnes à qui les actionnaires ont confié l'avenir de la société. Ils doivent se montrer dignes de cette confiance. Ils héritent des devoirs

Com efeito, como será visto no capítulo III, abaixo, o administrador deve agir nos interesses da companhia que representa, não podendo privilegiar os interesses de determinado acionista, nem os seus próprios. Nas palavras de SAMPAIO LACERDA, deve o administrador “agir sem desvios, incapaz de traições e enganos, de faltar à fé, de retidão realçada por sentimentos de honra, pela nobreza de caráter, ou, resumindo, ter fidelidade à companhia, mantendo reserva sobre seus negócios”<sup>22</sup>.

O dever de lealdade imposto aos administradores pode ser resumido como um dever ético, que decorre da confiança que lhes foi depositada, impondo aos mesmos que atuem no interesse da sociedade globalmente considerado. Os administradores deverão buscar a concretização dos objetivos sociais, no contexto maior da sociedade em que se insere a sua atuação, sempre mantendo a reserva necessária sobre as atividades desenvolvidas pela sociedade.

---

fiduciaires (fiduciary duties) qui pèsent normalement sur des *trustee*, ceux qui, dans le cadre traditionnel du *trust*, se voient confier des biens dans l'intérêt d'autrui. Certes, ils ne sont pas exactement des *trustees*: ils ont pour mission essentielle, non pas de gérer, mais de faire fructifier. Mais leurs devoirs en sont plutôt augmentés.

Si l'on met à part le devoir qui leur incombe de respecter les limites de la personnalité morale de la société ainsi que les limites de leurs pouvoirs, devoir qui ne pose pas normalement de problème, leur devoir en tant que fiduciaires prend deux aspects fondamentaux: le devoir de diligence (duty of care) et le devoir de loyauté (duty of loyalty). C'est le dernier devoir qui est le plus important. Les directeurs, dans leurs décisions, ne doivent considérer que les intérêts qui leur sont confiés, non les leurs! Ils doivent même éviter le plus possible les situations de conflits d'intérêts, car on pourrait les soupçonner de ne pas se donner entièrement aux intérêts sociaux”. (TUNC, André. *Le droit américain des sociétés anonymes*. Paris: Economica, 1985. p. 130.)

<sup>22</sup> LACERDA, J. C. Sampaio de, et all. *Comentários a lei das sociedades anônimas*. v. III. São Paulo: Saraiva, 1978/1980. p. 194.

## Capítulo II – Origem do Dever de Lealdade dos Administradores

O Decreto-Lei 2.627, de 26.09.1940 não continha qualquer dispositivo que abordasse expressamente o dever de lealdade, limitando-se a prever, no § 7º, do art. 116, o dever de diligência que deveria ser observado pelos diretores.

Não obstante, os arts. 119 e 120 do referido decreto-lei já vedavam a prática de alguns atos que caracterizariam uma quebra do dever de lealdade, como, por exemplo, a prática de atos de liberalidade, a concessão de empréstimo aos diretores e a participação dos mesmos em qualquer operação social em que tivessem interesses opostos aos da sociedade.

A vedação à prática do *insider trading*, que será abordada no capítulo V, abaixo, já tinha sido prevista na Lei 4.728, de 14.07.1965, que, em seu art. 3º, X, estabelecia a competência do Banco Central para “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso”.<sup>23</sup>

Foi na Lei das S.A., entretanto, que o dever de lealdade passou a ser explicitamente reconhecido. A Lei das S.A., ao invés de simplesmente prever condutas vedadas aos administradores, como faziam os diplomas anteriores, trouxe para o ordenamento jurídico pátrio o dever genérico dos administradores agirem com lealdade para com a companhia que representam. Como destacado por MODESTO CARVALHOSA, “a Lei

---

<sup>23</sup> Art. 3º, X, da Lei 4.728/65. Note-se que, após as modificações feitas pela Lei 10.303/01, a vedação à prática do *insider trading* não mais se limita às pessoas que tenham acesso a informações privilegiadas “por força de cargos que exerçam”. Conforme será destacado no capítulo V, abaixo, o § 4º, do art. 155, estendeu essa vedação para “qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso”.

n. 6.404, de 1976, sendo praticamente uma transcrição das leis societárias e do mercado de capitais norte-americanos, traz para o nosso sistema jurídico o *standart of loyalty*”.<sup>24</sup>

Esse *standart of loyalty* do direito norte-americano se baseia no caráter fiduciário da posição dos administradores perante a sociedade. Conforme ressalta MODESTO CARVALHOSA, “a relação entre companhia e o administrador é chamada, com efeito, de *fiduciary relationship*, a refletir as relações jurídicas de confiança que norteiam a conduta deste último”.<sup>25</sup>

Para o direito norte-americano, os deveres fiduciários dos administradores perante a companhia são basicamente idênticos ao de qualquer outra pessoa que se encontre em uma relação fiduciária, como, por exemplo, *trustees* ou mandatários (*agents*). GOWER destaca que, para o direito norte-americano, o dever de lealdade dos administradores, ao contrário do que ocorre com o dever de diligência, é análogo ao dever fiduciário dos *trustees*.<sup>26</sup>

No direito pátrio, não há o *trust*, mas o dever de lealdade de administradores e controladores foi inserido em um contexto de crescente importância social das sociedades anônimas. Nesse sentido, veja-se a exposição de motivos da Lei das S.A.:

“f) atento ao fato básico de que as instituições mercantis - sobretudo na escala que a economia moderna lhes impõe - revestem-se de crescente importância social, com maiores deveres para com a comunidade em que vivem e da qual vivem, o Projeto introduziu o fato novo do dever de lealdade dessas instituições,

---

<sup>24</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 286.

<sup>25</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 289.

<sup>26</sup> GOWER, L. C. B.. *The Principles of Modern Company Law*. 2ª ed. London: Stevens & Sons Limited, 1957. p. 472.

imposto como norma de comportamento a controladores e administradores, para com o País; nesse dever estão igualadas empresas nacionais ou estrangeiras que aqui funcionem, de forma a construir o embasamento legal para um Código de Ética da grande empresa, nacional ou multinacional, o qual tende a constituir-se em imperativo da consciência universal;<sup>27</sup>

Conquanto apenas as condutas previstas no art. 155 sejam denominadas como decorrentes do dever de lealdade, todas as condutas que a Lei das S.A. prevê, ou veda, nos arts. 154 a 156 estão intimamente ligadas com o referido dever.

Conforme ressaltado no trecho da exposição de motivos transcrito na introdução, o legislador pátrio estabeleceu nos referidos artigos o embrião de um verdadeiro Código de Ética a ser seguido pelos administradores, fazendo uma enumeração relativamente minuciosa do modo como os administradores deverão conduzir suas atividades, cabendo à doutrina e à jurisprudência, a partir desse arcabouço, explicitar condutas e especializar deveres, à vista das peculiaridades do caso concreto. Apesar de abordar os principais problemas normalmente enfrentados na conduta dos administradores, como, por exemplo, a usurpação de oportunidades de negócio da companhia, o conflito de interesses e a prática do *insider trading*, o rol de condutas previsto na Lei das S.A. é meramente exemplificativo.

Parte da doutrina critica a técnica legislativa adotada pelo legislador de 1976, sob o argumento de que a lei deveria somente ter previsto o princípio do dever de lealdade, cabendo à doutrina e à jurisprudência extraírem desse princípio as decisões dos casos concretos. Nesse sentido, veja-se a crítica feita por LIMA:

“Melhor seria, aqui e em outros lugares, que o legislador seguisse o modelo tradicional do sistema de *civil law*, adotado, por exemplo, pelo BGB alemão, que fixa princípios para que dele possam deduzir não regras, mas decisões. Voltando-

---

<sup>27</sup> Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976.

se para o modelo norte-americano de legislação, o legislador incidiu naquele erro já apontado por Roscoe Pound no início do século, de esconder o princípio atrás de uma montanha de regras dele deduzidas”.<sup>28</sup>

A despeito dessa crítica, TOLEDO destaca que a enumeração das condutas vedadas aos administradores visou dar maior concretude ao dever de lealdade, de modo a evitar que esta norma ficasse apenas no plano ideal<sup>29</sup>. Essa técnica legislativa, conquanto possa ter alguns inconvenientes como levantado por LIMA, possui importante caráter didático, principalmente para sociedades sem grande tradição a respeito, marcadas por casos concretos de deslealdade. Outro benefício trazido pela técnica da exemplificação é a maior segurança jurídica, já que as principais condutas vedadas aos administradores estão expressamente previstas na lei.

Não se pode olvidar, entretanto, que, como mencionado acima, o rol de condutas previsto na lei é meramente enumerativo, trazendo apenas exemplos de condutas vedadas. Cabe aos intérpretes delimitarem a real abrangência do dever de lealdade, que não se resume às condutas previstas na lei.

---

<sup>28</sup> LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 72.

<sup>29</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997. p. 58.

### Capítulo III – Atuação Independente do Administrador

Uma das principais facetas do dever de lealdade é o dever do administrador de atuar independentemente, colocando sempre o interesse da sociedade acima do seu interesse pessoal e do interesse de terceiros.

Para que esse dever seja melhor compreendido é importante analisar inicialmente o que é o interesse social<sup>30</sup>. ERASMO VALLADÃO, após extensa análise do tema, identifica o interesse social *stricto sensu* e o interesse social *lato sensu*. O autor assim define o interesse social *stricto sensu*:

“Pode-se concluir, assim, que o interesse da companhia (ou interesse social *stricto sensu*), na Lei 6.404, constitui um conceito típico e específico, consistente no interesse comum dos sócios à realização do escopo social, abrangendo, portanto, qualquer interesse que diga respeito à causa do contrato de sociedade, seja o interesse à melhor eficiência da empresa, seja à maximização dos lucros, seja à maximização dos dividendos”.<sup>31</sup>

Ainda segundo o autor, o interesse social *lato sensu* seria o interesse da empresa *stricto sensu* somado ao bem público, e ao interesse da comunidade onde a sociedade atua. Sobre essa perspectiva dual do interesse social:

“Ante essa dupla perspectiva, parece lícito distinguir, com Leães, o interesse social *stricto sensu* do interesse social *lato sensu*: ‘por intermédio da sociedade’, afirma o eminente mestre, ‘os sócios se reúnem para a realização de um objetivo comum. O interesse social consiste, portanto, no interesse dos sócios à realização

---

<sup>30</sup> A definição de interesse social é sem dúvida um dos pontos mais delicados do direito societário. Nas últimas décadas, foram elaborados trabalhos pelos mais renomados juristas mundiais acerca do tema. O eterno debate entre os defensores das teorias institucionalistas e contratualistas, ainda que fascinante, foge por completo ao limitado escopo da presente monografia, motivo pelo qual a análise do conceito de interesse social será feita de maneira superficial, não sendo abordadas as inúmeras teorias existentes. Para um estudo mais aprofundado sobre o tema, ver a tese de mestrado apresentada por Erasmo Valladão Novaes França, intitulada *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.*. São Paulo: Malheiros, 1993. 101 p. Para os fins do presente trabalho, será adotada a concepção de interesse social defendida pelo ilustre mestre.

<sup>31</sup> NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993. p. 62.

desse escopo, pois o objetivo da sociedade é alcançado pelo exercício da atividade empresarial, especificamente prevista no estatuto, como objeto social (art. 2º, *caput*). Mas o objetivo da sociedade anônima é não apenas o interesse social *stricto sensu*, mas, igualmente, o interesse da empresa e do bem público, visto que, como adverte Ascarelli, o próprio reconhecimento da iniciativa privada por parte do legislador significa que aos particulares é atribuída a realização de um objeto social *lato sensu*, por meio da satisfação de interesses privados”.<sup>32</sup>

Conclui o autor que por interesse social “deve-se entender o interesse comum dos sócios, que não colida com o interesse geral da coletividade, mas com ele se harmonize”.<sup>33</sup>

Definido, ainda que superficialmente, o conceito de interesse social, passamos a analisar o art. 154, da Lei das S.A., que assim dispõe:

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

O presente artigo contém um *standard* que deve guiar a atuação dos administradores, servindo de padrão para o julgamento da conduta adotada no caso concreto. Segundo esse *standard*, conforme destacado por FÁBIO ULHOA COELHO<sup>34</sup>, a atuação dos administradores deve levar em conta três fatores: (a) os fins e interesses da companhia, (b) o bem público e (c) a função social da empresa.

Como observado acima, o próprio conceito de interesse social *lato sensu* defendido por ERASMO VALLADÃO<sup>35</sup> já importa na observância do bem público e da função social da empresa, sendo contrário ao interesse

---

<sup>32</sup> NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993. p. 56.

<sup>33</sup> *Ibid.* p. 57.

<sup>34</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. v. 2. 5ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 245.

<sup>35</sup> NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993. p. 56.

social *lato sensu* a atuação dos administradores visando unicamente o lucro, sem se importar com as conseqüências sociais de sua conduta.

Consoante a lição de NELSON EIZIRIK<sup>36</sup>, os administradores no exercício de suas atividades não podem considerar apenas os interesses dos acionistas, devendo buscar também os interesses da coletividade. Dentre os interesses que devem ser protegidos estão os interesses dos trabalhadores, das pessoas que se relacionam comercialmente com a empresa, de seus credores, clientes, fornecedores e do próprio Estado, com o qual a sociedade contribui mediante o pagamento dos tributos incidentes sobre sua atividade.

Não obstante, não se podem perder de vista os fins para os quais a sociedade foi constituída, devendo o administrador “atuar não apenas buscando a implementação do objeto social, como também tendo em vista o seu escopo lucrativo”<sup>37</sup>.

Esse entendimento é corroborado pela lição de FÁBIO KONDER COMPARATO, que acrescenta que em caso de conflito de interesses deve o interesse da companhia ceder aos interesses comunitários, sem que isto signifique, entretanto, que a companhia tenha se tornado um órgão público:

“Tal não significa, escusa dizê-lo, que doravante toda companhia se transforme em órgão público e tenha por objetivo primordial, senão único, o vasto interesse coletivo. Mas significa que não obstante a afirmação legal de seu escopo lucrativo (art. 2º), deve este ceder o passo aos interesses comunitários e nacionais, em qualquer hipótese de conflito. A liberdade individual de iniciativa empresária não torna absoluto o direito ao lucro, colocando-o acima do cumprimento dos grandes deveres de ordem econômica e social, igualmente expressos na Constituição”.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> EIZIRIK, Nelson et al.. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 420.

<sup>37</sup> Ibid. p. 421.

<sup>38</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 371.

Apenas a título ilustrativo, dentre inúmeras práticas abusivas e desleais, podemos citar, por exemplo, a tentativa de obtenção de monopólios, a prática de *dumping*, a fixação abusiva de preços, a formação de cartéis, a fixação de uma política salarial mais rígida em virtude do elevado nível de desemprego e a poluição do meio-ambiente.<sup>39</sup>

Em resumo, nos termos do art. 154, *caput*, da Lei das S.A. “há que ser buscado pelo administrador um justo equilíbrio entre a consecução das finalidades da empresa e o respeito aos valores éticos e sociais”.<sup>40</sup>

O § 1º, do referido art. 154, também possui importante preceito que deverá nortear a conduta dos administradores:

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

Conforme destacado na introdução ao presente trabalho, o legislador procurou, nos artigos 153 a 160, estabelecer um verdadeiro Código de Ética dos administradores, descrevendo de maneira minuciosa e até pedagógica os deveres que devem ser observados na condução dos negócios sociais. Não fosse essa preocupação pedagógica do legislador pátrio, o parágrafo ora analisado não precisaria sequer estar previsto na lei, uma vez que é decorrência lógica do dever de lealdade. Nas palavras de COELHO DA ROCHA, “a rigor, a norma seria até dispensável, por isso que o principal e preponderante dever do gestor, por conceito sistêmico, refere-se à empresa, seus objetivos e interesses, respeitando o bem comum e a função social”.<sup>41</sup>

---

<sup>39</sup>CARVALHO, Gil Costa. *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*. VIDIGAL, Geraldo; MARTINS, Ives Gandra (Coord). Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999. p. 478.

<sup>40</sup> *Ibid.* p. 478.

<sup>41</sup> COELHO DA ROCHA, João Luiz. *Administradores, Conselheiros e Prepostos da Sociedade*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005. p. 54.

Com efeito, como observado por WILSON BATALHA, o administrador “não é instrumento do grupo ou da classe que o elegeu, mas órgão da sociedade, devendo exercer suas atribuições no interesse da sociedade”.<sup>42</sup> Como órgão social, os deveres fiduciários dos administradores são devidos à sociedade, e não aos acionistas. Como será abordado no subitem III.II, abaixo, a Lei 10.303/01 trouxe relevante modificação nesse tema, acrescentando os §§ 8º e 9º ao art. 118. Segundo esses novos parágrafos, devem os administradores observar o disposto nos acordos de acionistas arquivados na companhia. Esse dever, como será visto, deve ser interpretado em conjunto com os demais artigos da Lei das S.A., de modo a não entrar em conflito com o dever de lealdade.

A doutrina pátria é unânime em ressaltar a importância do preceito contido no parágrafo sob análise. Conforme observa NELSON EIZIRIK “o parágrafo 1º do artigo 154 estabelece um dever ético-social da maior relevância, notadamente para os representantes de acionistas minoritários: o administrador eleito por determinado grupo ou classe de acionistas tem os mesmos deveres que os demais, não podendo sacrificar os interesses da companhia para beneficiar os interesses de seus eleitores”.<sup>43</sup>

Segundo GIL COSTA CARVALHO, o referido artigo “traz recomendação no sentido de que os representantes dos grupos não alinhados com os acionistas controladores, quando na administração, coloquem em plano superior os interesses da companhia em relação àqueles que eles representam”.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> BATALHA, Wilson. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. II. Rio de Janeiro: Forense, 1977. p. 699.

<sup>43</sup> EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 68.

<sup>44</sup> CARVALHO, Gil Costa. *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*. VIDIGAL, Geraldo; MARTINS, Ives Gandra (Coord). Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999. p. 478.

Neste ponto, MODESTO CARVALHOSA faz interessante diferenciação entre os deveres dos conselheiros e dos diretores. Nas palavras do autor, “tal preceito é de eficácia absoluta no que respeita à diretoria”, enquanto que “no Conselho de Administração, porém, sua observância é relativa”.<sup>45</sup>

No Conselho de Administração, pelo caráter colegiado do referido órgão, “a existência de grupo de oposição não só é admissível como altamente saudável, desde que tal posicionamento não leve à obstrução de qualquer iniciativa ou atividade de interesse social”.<sup>46</sup>

Com efeito, conforme observa FRAN MARTINS, “é evidente que um administrador eleito pela minoria procurará, no colegiado a que pertence, dedicar atenção especial aos interesses daquela minoria que o elegeu”<sup>47</sup>, mas essa proteção especial não pode, em nenhuma hipótese, colocar os interesses dos acionistas a frente dos legítimos interesses da companhia. O administrador que “exceder o estrito controle da legalidade e da legitimidade” dos atos praticados e passar a se opor “sistematicamente às decisões dos administradores majoritários” praticará abuso de poder<sup>48</sup>, faltando com seu dever de lealdade.

MODESTO CARVALHOSA aponta uma segunda diferença entre a atuação dos diretores e a dos conselheiros, observando que a “obstrução dos trabalhos da administração (...) é bem mais direta e lesiva”, uma vez que a representação orgânica da administração cabe individualmente a cada um

---

<sup>45</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 271.

<sup>46</sup> *Ibid.* p. 272.

<sup>47</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 2. T. 1. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 371.

<sup>48</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 277.

dos administradores<sup>49</sup>. Já no conselho de administração, como as decisões são sempre tomadas de maneira coletiva, os conselheiros representantes dos minoritários serão sempre voto vencido nas deliberações, não causando, via de regra, prejuízos. Entretanto, não obstante o maior potencial lesivo da conduta dos diretores em comparação com a dos conselheiros, ambos serão igualmente responsáveis pelos prejuízos que causarem ao violar seus deveres fiduciários.

Importante destacar que, não obstante o § 1º mencionar expressamente os administradores eleitos “por grupo ou classes de acionistas”, deve o dispositivo ora analisado ser interpretado de maneira ampla, abrangendo todos os administradores da sociedade. O dever de lealdade para com a companhia, e o correlato dever de atuar de forma independente, sem se ater à vontade dos acionistas que o elegeram, ganha especial relevância quando existirem conflitos entre os interesses da companhia e o de seu acionista controlador, ou de grupos de acionistas.

Com efeito, a prática societária demonstra que muitas vezes os acionistas controladores utilizam-se do poder de controle para dirigir a sociedade contra os seus fins, prejudicando os interesses da sociedade, dos acionistas minoritários e da comunidade, em seu benefício próprio ou no de outra empresa do mesmo grupo econômico. Caso estejam diante dessa situação, deverão os administradores, independentemente de quem os houver eleito, tomar as medidas necessárias para resguardar os interesses da companhia que representam, sob pena de violação do dever de lealdade.

---

<sup>49</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 278.

### III.1 – A Introdução de Práticas de Governança Corporativa

A partir da década de 80, a expressão “governança corporativa” ganhou um lugar de destaque no controle e na administração das sociedades anônimas em diversos países. Segundo a CVM, governança corporativa “é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores”<sup>50</sup> (os denominados *stakeholders*).

A adoção das práticas de governança corporativa visa, em linhas gerais, dar maior transparência à condução dos negócios sociais, garantir um tratamento equitativo dos acionistas e criar melhores mecanismos para a defesa dos interesses dos *stakeholders*.

A crescente globalização financeira das economias mundiais e a acirrada disputa travada pelas empresas na obtenção de financiamentos vêm fazendo com que cresça a quantidade de companhias que aderem a um padrão mais adequado de governança corporativa.

Exemplo da importância que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa tem hoje em dia nos é dado por GUSTAVO FRANCO que menciona, em artigo escrito para o jornal *O Estado de São Paulo*<sup>51</sup>, pesquisa realizada pela McKinsey em parceria com Banco Mundial, segundo a qual 90% dos mais de duzentos investidores entrevistados estariam dispostos a pagar cerca de 23% a mais por ações de uma companhia no Brasil caso a mesma adotasse boas práticas de governança corporativa. Essa mesma pesquisa verificou, ainda, que para esses investidores, no momento de decidir

---

<sup>50</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa*. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em 17 set 2008.

<sup>51</sup> FRANCO, Gustavo. A Nova Lei das SAs e o “Conselheiro Laranja”. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, p. 15, 30 set 2001.

em que empresa investir, o nível de governança corporativa adotado poderia ser tão importante quanto os resultados financeiros.

Dentre as diversas práticas recomendadas pelas regras de governança corporativa, para os fins da presente monografia, interessa analisar a postura independente que deve ser adotada pelos administradores e a eleição de conselheiros independentes.

Sobre o primeiro ponto, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa editado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) prevê em seu item 2.12 que “o conselheiro deve buscar a máxima independência possível em relação ao acionista, grupo acionário ou parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo, consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade refere-se ao conjunto de todos os sócios”.<sup>52</sup>

ISABEL BOCATER e JOÃO CAMARGO também ressaltam a importância da adoção de boas práticas de governança corporativa, acentuando o dever dos conselheiros de atuar de maneira independente, afirmando que “é certo que esse dever fiduciário, associado à responsabilidade civil atribuída aos administradores, acarreta a necessidade de serem eles independentes, não devendo se submeter a ingerências que tolham a discricionariedade do poder que lhes é atribuída”.<sup>53</sup>

No que se refere à eleição de conselheiros independentes, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa recomenda que os conselheiros sejam “contratados por meio de processos formais com escopo

---

<sup>52</sup> Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 3ª ed.. São Paulo, 2004. p. 25.

<sup>53</sup> CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel. Conselho de Administração: seu Funcionamento e Participação de Membros Indicados por Acionistas Minoritários e Preferencialistas. In: LOBO, Jorge (Coord.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 393.

de atuação e qualificação bem definidos”<sup>54</sup>, destacando que “para empresas abertas é recomendável que a maioria ou todos os membros do conselho de administração sejam independentes”<sup>55</sup>.

Sobre esse ponto, cumpre ressaltar que a definição de conselheiro independente adotada no Brasil – e utilizada pelo IBGC – enfatiza a atuação passada do conselheiro, sem se preocupar com sua situação no momento do exercício de seu cargo. Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o conselheiro independente se caracteriza por (a) não ter qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital; (b) não ser acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ser vinculado a organizações relacionadas ao acionista controlador; (c) não ter sido empregado ou diretor da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias; (d) não estar fornecendo ou comprando, direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à sociedade; (e) não ser funcionário ou diretor de entidade que esteja oferecendo serviços e/ou produtos à sociedade; (f) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade; e (g) não receber outra remuneração da sociedade além dos honorários de conselheiro<sup>56</sup>.

Adotando-se a definição transcrita acima, é de se indagar se o conselheiro que cumprir com todos os requisitos previstos pelo IBGC, mas que puder ser destituído a qualquer momento pelo acionista controlador que o elegeu será efetivamente independente em sua atuação. Em outras palavras, a possibilidade de destituir o conselheiro a qualquer tempo poderá retirar sua independência, uma vez que o mesmo estará constantemente sujeito ao poder do acionista que o elegeu. Por analogia, a independência

---

<sup>54</sup> Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 3ª ed.. São Paulo, 2004. p. 24.

<sup>55</sup> *Ibid.* p. 25.

<sup>56</sup> *Ibid.* p. 24.

dos conselheiros pode ser comparada à independência dos diretores das agências reguladoras, que só são efetivamente independentes caso não possam ser destituídos a qualquer tempo, possuindo um mandato de duração relativamente longa. Essa, em nossa opinião, também é uma característica essencial para que os administradores possam efetivamente ser considerados como independentes.

Importante ressaltar que, conforme visto acima, a redação original da Lei das S.A. já impunha aos administradores o dever de agir de forma independente, o que, porém, nem sempre é observado na prática, em especial nas sociedades dirigidas por acionista ou por grupo de acionistas bem definido. Essa realidade, entretanto, vem sendo lentamente alterada, em grande parte graças aos avanços trazidos pela governança corporativa, como observa TOLEDO:

“Lenta, mas firme construção pragmática vem, de alguns poucos anos para cá, modificando o relacionamento entre as ‘partes interessadas’ nos negócios de determinada empresa (os *stakeholders*) e aqueles que a dirigem. Estes não mais se limitam a seguir os passos e a vontade imperial dos controladores, mas tendem, cada vez mais, a levar em conta os outros legítimos interesses envolvidos. Essa evolução (quase uma revolução) deve-se, em grande parte, às conquistas da chamada governança corporativa (...)”<sup>57</sup>

Conforme reconhecido pelo relator do projeto de lei convertido na Lei 10.303/01, a referida lei teve como um de seus objetivos adequar o direito societário brasileiro a práticas societárias modernas, implementando algumas regras de boa governança corporativa já consolidadas em outros ordenamentos. Nesse sentido, cabe transcrever um pequeno trecho da manifestação do Relator Deputado Antonio Kandir:

---

<sup>57</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Modificações Introduzidas na Lei das Sociedades por Ações, Quanto à Disciplina da Administração das Companhias. In: LOBO, Jorge (Coord.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 423 – 452.

“A proposta contida no Substituto tem a ousadia de colocar o nosso sistema jurídico em sintonia com as práticas modernas observadas no mundo desenvolvido, ao mesmo tempo em que promove um ajuste coerente com os fundamentos do nosso mercado de capitais”.<sup>58</sup>

A despeito desse louvável objetivo, a Lei 10.303/01 alterou significativamente a relação existente entre os administradores e os acionistas controladores, através da introdução dos §§ 8º e 9º no art. 118 da Lei das S.A., causando acalorados debates entre importantes nomes do direito societário brasileiro. O impacto e a relevância dessas alterações é o tema para o qual se volta o presente trabalho no subitem III.II, abaixo.

---

<sup>58</sup> Apud CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel. *Op. cit.*, p. 386.

### III.II – O Dever de Lealdade e as Alterações Promovidas pela Lei 10.303/01

Dentre as muitas alterações promovidas pela Lei 10.303/01 à Lei das S.A., para os fins deste estudo importa analisar a nova redação dada ao art. 118, em especial a inclusão dos §§ 8º e 9º. Eis a redação atual do referido dispositivo, na parte que nos interessa:

“Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.

(...)

§ 8º O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.

§ 9º O não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissor e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.

(...)”

Antes de analisarmos as alterações promovidas pela Lei 10.303/01, é importante destacar o enorme debate que existia na doutrina, durante a vigência da antiga redação do art. 118 e dos seus parágrafos, acerca da possibilidade das disposições de acordo de acionistas vincularem a atuação dos conselheiros nas votações do conselho de administração.

A Lei das S.A., desde sua redação original, previu a existência de acordos de acionistas regulando o direito de voto nas deliberações da Assembléia Geral. Apesar do reconhecimento da legalidade da celebração de acordos de acionista e da possibilidade dos acionistas promoverem a execução específica dos referidos acordos, quanto a determinadas matérias, silenciou a Lei das S.A. acerca da possibilidade do acordo de acionistas vincular os votos proferidos pelos conselheiros.

Inicialmente, o entendimento predominante era o de que o acordo de acionistas não vinculava, e nem poderia, os administradores, em virtude da independência prevista no art. 154, § 1º. Esse entendimento foi defendido, em abril de 1988, por ARNOLDO WALD, que assim analisou a questão:

“4.17 Cabe salientar, outrossim, que os membros do conselho de administração são independentes, inclusive em relação a eventuais acordos de acionistas, que não os vinculam.

4.18 É pacífico tanto no Brasil quanto no Exterior que o acordo vincula os acionistas, mas não os conselheiros, justamente em virtude da independência que caracteriza estes últimos e da sua desvinculação em relação à vontade dos acionistas ou do grupo de acionistas que os elegeram e da responsabilidade pessoal do administrador pelas decisões por ele tomadas, perante a sociedade como um todo.

(...)

4.28 Qualquer acordo entre os acionistas visando à eleição de diretores é nulo e ilegal, uma vez que os conselheiros têm o dever de exercer os seus cargos de acordo com seu melhor julgamento, utilizando seu poder discricionário no interesse da sociedade e escolhendo os diretores que lhes pareçam os mais adequados a ela”.<sup>59</sup>

FÁBIO KONDER COMPARATO e MODESTO CARVALHOSA<sup>60</sup>

também adotavam essa posição. Sobre o ponto, asseverou o primeiro autor:

“Examinando a questão de outro ângulo, é de se indagar se se poderia cogitar de uma obrigação, aceita por acionistas, de fazer com que o seu representante respectivo do conselho de administração elegeisse tal ou qual diretor, e não outro. O grande obstáculo à validade e eficácia de uma estipulação desse tipo residiria no fato de que objeto de acordo de acionistas, registrável na companhia nos termos do art. 118 da Lei 6.404, só pode ser o exercício do voto em assembleia, por conseguinte voto de acionista, enquanto tal, nunca voto no conselho de administração de conselheiro acionista”.<sup>61</sup>

Esse posicionamento, é importante destacar, também era defendido pelas cortes norte-americanas, como, *v.g.*, no precedente *McQuade v. Stoneham*<sup>62</sup>, muito citado pela doutrina.

---

<sup>59</sup> WALD, Arnaldo. *Sociedade Anônima: Do regime legal do conselho de administração e da liberdade de votos dos seus componentes*. Revista dos Tribunais. v. 630. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 1988. p. 15 e 16.

<sup>60</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Saraiva, 1984. p. 196.

<sup>61</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 99.

<sup>62</sup> O caso, datado de 1934, envolvia um acordo entre os acionistas do Giants, clube de baseball de Nova Iorque. Conforme nos relata Isabel Bocater, “neste caso, os três acionistas detentores da

Não obstante os argumentos utilizados pelos autores mencionados acima, com o passar do tempo a posição doutrinária predominante foi sofrendo sucessivas alterações.

WALDIRIO BULGARELLI, em parecer analisando especificamente a questão, publicado em 1995, ressaltou que a Lei das S.A. atribuiu ao conselho de administração diversas matérias que anteriormente eram de competência da assembléia geral, reconhecendo uma aproximação entre as matérias dos dois órgãos no que diz respeito ao mérito da política empresarial da sociedade. Em decorrência dessa aproximação, o autor admitia a vinculação do administrador ao acordo de acionistas, afirmando que “como representante do grupo de controle, e por isso mesmo, o administrador eleito pelos signatários do acordo fica obrigado, até por uma questão de coerência, a seguir as diretrizes comuns pactuadas e programadas”.<sup>63</sup>

Essa interpretação também era defendida por ALFREDO LAMY FILHO, tendo o autor afirmado o que segue:

---

maioria do capital votante da sociedade firmaram um acordo que regulava a eleição dos conselheiros e dos diretores da companhia, estabelecendo, quanto a esses últimos, que as partes envidariam seus esforços para eleger cada uma delas (os próprios acionistas) como Diretor-Presidente, Vice-presidente e Tesoureiro. Ocorre que em maio de 1928, numa eleição desses diretores pelo conselho, elegeu-se como Diretor Tesoureiro pessoa diversa da prevista no acordo. Levado o caso a juízo, decidiu-se que os acionistas podem, por óbvio, firmar acordos para eleger conselheiros. Não podem, entretanto, restringir o poder dos conselheiros de administrar os negócios da companhia, inclusive o poder de selecionar diretores ou de definir sua remuneração” (CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel. *Op. cit.*, p. 398). Em seu voto o Juiz Pound asseverou: “The directors are constituted managers of the corporate affairs. They determine the corporate policies, they elect the corporate officers. In the functioning of the corporate machinery the power of control of the holders of the majority stock is in such matters exhausted with the election of the directors. When elected the directors must act in behalf of the corporation, not in behalf of any group of stockholders. It would constitute a wrong to the corporation and its minority stockholders if the directors were permitted to transfer their powers and functions to the holders of a majority of the stock or to bind themselves to accept direction from any persons not vested with powers of control by law” (WALD, Arnoldo. *Op. cit.*, p. 17).

<sup>63</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Questões Atuais de Direito Empresarial*. São Paulo: Malheiros, 1995. p. 197.

“Cabe referir, ainda, que alguns comentaristas, invocando a teoria institucional ou dos órgãos de administração, sustentam que não pode haver vinculação, porque, investido num órgão da sociedade o administrador não está subordinado ao poder do controlador que se esgota na Assembléia Geral (...). É mais uma colocação doutrinária européia, estranha às normas da lei brasileira, que vinculam e responsabilizam o controlador por atos e fatos da administração e não a restringem ao voto na Assembléia Geral”.<sup>64</sup>

A complexidade do debate pode ser bem percebida pela mudança no posicionamento de ARNOLDO WALD, que, em 2001, treze anos após a publicação do artigo mencionado acima, publicou novo artigo, dessa vez defendendo a possibilidade da vinculação dos administradores ao acordo de acionistas. Segundo o autor, desde a publicação do primeiro artigo houve uma evolução fática do conselho de administração, que passou a ter funções executivas, não sendo um órgão meramente deliberativo<sup>65</sup>.

Com a edição da Lei 10.303/01, a Lei das S.A. passou a conter previsão expressa admitindo a vinculação dos membros do conselho de administração às estipulações constantes dos acordos de acionistas celebrados pelos controladores. Nos termos da nova redação do art. 118 e seus parágrafos, caso exista acordo de acionistas, devidamente arquivado na sede da companhia, sua observância pelo conselho de administração e pela diretoria é obrigatória, vinculando o presidente do órgão deliberativo e o administrador eleito pelo acionista vinculado ao pacto.

Caso o administrador vote em desconformidade com o pactuado no acordo de acionistas não deverá o presidente do órgão colegiado computar o referido voto, podendo a parte prejudicada, através de seu conselheiro ou diretor, conforme o caso, votar pelo administrador inadimplente. Ainda nos termos do § 9º, caso o administrador não compareça à reunião ou se

---

<sup>64</sup> *Apud* WALD, Arnaldo. *A Evolução do Regime Legal do Conselho de Administração, os Acordos de Acionistas e os Impedimentos dos Conselheiros Decorrentes de Conflitos de Interesses*. Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem. v. 11. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 2001. p. 21.

<sup>65</sup> *Ibid.* p. 16.

abstenha de votar, também nessa situação poderá o administrador eleito pela parte prejudicada utilizar-se do chamado “mandato legal”<sup>66</sup> para votar pelo administrador ausente ou omissos.

Essa alteração promovida pela Lei 10.303/01, que, pode-se dizer, confirmou a posição doutrinária majoritária, foi alvo de pesadas críticas por parte de alguns doutrinadores, causando um enorme debate acerca do tema nos principais jornais do País<sup>67</sup>.

A principal crítica a essa inovação legislativa<sup>68</sup> parece ser a de que ela eliminaria a independência do conselheiro eleito por acordo de acionistas, que passou a ser chamado até de “conselheiro laranja”, na contra-mão dos avanços trazidos pelas regras de governança corporativa. Para os opositores da alteração legislativa, após a Lei 10.303/01, nas sociedades em que exista acordo de acionistas, os conselheiros teriam passado a ser “criados” dos acionistas controladores, verdadeiros “fantoques” na implementação de decisões previamente estabelecidas.

PAULO CEZAR ARAGÃO, por sua vez, pondera que a independência dos administradores já não existia na prática, afirmando que os conselheiros geralmente são os próprios diretores ou empregados do

---

<sup>66</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar. A Disciplina do Acordo de Acionistas na Reforma da Lei das Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (Coord.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 375.

<sup>67</sup> Em 30.09.2001, Gustavo Franco publicou em O Estado de São Paulo artigo intitulado “A Nova Lei das SAs e o ‘Conselheiro Laranja’”, tecendo duras críticas à Lei 10.303/01. Esse artigo foi prontamente respondido por Paulo Cezar Aragão, árduo defensor da tese consagrada pela nova sistemática, no artigo “Conselheiros e Acordos de Acionistas”, publicado em O Estado de São Paulo no dia 19.10.2001. Em seguida O Globo publicou em 15.10.2001 “Conselheiros-Laranja”, artigo de João Laudo Camargo e Maria Isabel Bocater, tendo a Folha de São Paulo publicado em 19.10.2001 o artigo “A Nova Lei das S.A”. escrito por Arnaldo Wald defendendo a reforma. Por fim, em 30.10.2001 o Jornal do Brasil publicou artigo elaborado por Luiz Alberto Colonna Rosman intitulado “Acionistas e Administração”, em que o advogado defende as alterações promovidas.

<sup>68</sup> BOCATER, Maria Isabel; CAMARGO, João Laudo. Conselheiros-Laranja. *O Globo*, Rio de Janeiro, p. 7, 15 out 2001 e FRANCO, Gustavo. A Nova Lei das SAs e o “Conselheiro Laranja”. *O Estado de São Paulo*, São Paulo p. 15, 30 set 2001.

controlador, não tendo qualquer autonomia na hora de manifestar seu voto. Segundo o autor, os conselheiros que descumprem os acordos de acionistas não o fazem defendendo os interesses sociais, mas sim os interesses de determinado acionista. Dessa forma, adotando uma corrente privatista, conclui que a melhor maneira de administrar uma companhia é cumprindo com o livremente pactuado no acordo de acionistas<sup>69.70</sup>.

Esse, atualmente, também é o entendimento de MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK, para quem o voto contrário ao acordo de acionistas criaria uma conturbação no exercício do *poder-dever de controle*, sendo contrário aos interesses sociais e, portanto, ilegítimo<sup>71</sup>. Afirmam os autores que quando o interesse dos integrantes do bloco de controle é legítimo estará atendido o interesse social, devendo os administradores respeitar o que foi previamente decidido pelos controladores, sob pena de agirem contra o interesse social<sup>72</sup>.

Para nós, porém, com a devida vênua aos ilustres autores, ainda não está claro se, à luz da função social da sociedade e da governança corporativa, a vinculação dos administradores às disposições do acordo de acionistas significa efetivamente uma evolução do direito pátrio. Quer nos parecer que, se aceita em toda a sua extensão, a possibilidade de vinculação de administradores ao acordo de acionistas poria em mãos dos integrantes do grupo de controle a possibilidade de intervirem em todos os assuntos sociais, em todos os níveis da companhia, deitando por terra toda a

---

<sup>69</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar. A Disciplina do Acordo de Acionistas na Reforma da Lei das Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (Coord.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 377.

<sup>70</sup> Importante destacar que as opiniões expressadas por alguns autores logo após as alterações promovidas pela Lei 10.303/01 foram muito influenciadas por uma importante disputa judicial que ocorreu no período. Assim, deve-se analisar as opiniões manifestadas nesse contexto com certo distanciamento, evitando que as peculiaridades de um caso concreto influenciem a interpretação do dispositivo legal.

<sup>71</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S.A.*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 229.

<sup>72</sup> *Ibid.* p. 222.

engenhosa estrutura de administração e repartição de atribuições criada pela Lei das S.A.. Essa vinculação, caso também seja admitida nas companhias abertas, poderia retirar dos acionistas minoritários, pulverizados no mercado, a proteção que a boa atuação dos administradores poderia lhes propiciar. Veja-se que, embora o acordo de acionistas seja quase um complemento do estatuto social, quando arquivado na sede da companhia, sua feitura não se submete ao crivo seja da Junta Comercial, seja da CVM.

Assim é que a introdução dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A., promovida pela Lei 10.303/01, conquanto possa ter trazido benefícios para a realidade da prática societária no momento de sua edição, talvez não represente uma evolução do direito societário brasileiro, mas sim uma adaptação da legislação a uma realidade indesejável. Melhor seria, talvez, reforçar a independência dos administradores e seus deveres para com a companhia, estimulando-se, quem sabe, a eleição de conselheiros verdadeiramente independentes, em condições que lhes permitam efetivamente buscar defender os interesses não apenas dos acionistas controladores, mas de todos os *stakeholders*, em linha com as melhores práticas de governança corporativa.

Merece ponderação o estabelecido no item 1.3 do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que orienta os controladores no sentido de se abster de celebrar acordos de acionistas restringindo a atuação dos administradores, ainda que a lei lhes permita essa medida. Nesse sentido, veja-se a mencionada recomendação:

“Os acordos entre os sócios não devem de qualquer forma vincular ou restringir o exercício do direito de voto de quaisquer membros do Conselho de Administração, os quais deverão cumprir fielmente seu dever de lealdade e diligência para com a sociedade, sobrepondo-os aos interesses particulares daqueles que os elegeram.

Os acordos entre sócios devem abster-se de indicar quaisquer diretores para a sociedade”.<sup>73</sup>

Importante notar que a existência do acordo de acionistas não impedirá que os conselheiros sejam responsabilizados pelos atos por eles praticados em violação ao dever de lealdade. Ainda que vinculados ao acordo de acionistas, os administradores têm dever de lealdade para com a companhia, devendo atuar para lograr os fins e no interesse desta, podendo ser responsabilizados pelos prejuízos que advierem do descumprimento desse dever.

Em outras palavras, ainda que o bloco de controle delibere que os conselheiros deverão votar em determinado sentido, os conselheiros, sob pena de responsabilização pessoal, naquilo que legalmente lhes competir e que for vedado regular por outro meio, terão o dever de zelar pelo interesse da companhia, devendo tomar as medidas necessárias para que os legítimos interesses da sociedade sejam observados. Lembre-se que, em caso de serem as instruções passadas pelos controladores contrárias aos interesses sociais, os administradores sempre poderiam abster-se de atuar, renunciando ao cargo, se necessário. Se assim não procederem, poderão ser responsabilizados pessoalmente pelos prejuízos que vierem a causar, junto com os acionistas controladores que direcionaram a sociedade contra os interesses sociais.

A afirmação de MODESTO CARVALHOSA de que o interesse social coincide com o interesse dos controladores<sup>74</sup> parece romântica e nem sempre acontece na prática. Nessas hipóteses, o dever de lealdade impõe aos conselheiros que defendam o interesse da companhia, uma vez que,

---

<sup>73</sup> Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 3ª ed.. São Paulo, 2004. p. 12.

<sup>74</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S.A.*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 222.

conforme reconhece MARCELO BERTOLDI, este deve prevalecer sobre o interesse particular dos sócios<sup>75</sup>.

Não obstante as ponderações feitas acima, é inegável que, após a edição da Lei 10.303/01, o voto dos conselheiros pode, em princípio, ser vinculado por acordo de acionistas, desde que tenham objeto lícito e atendam aos requisitos de validade de qualquer ato jurídico. Essa norma, porém, não pode ser interpretada isoladamente, sendo necessária uma interpretação lógico-sistemática da Lei das S.A..

Como bem ressaltado por ARNOLDO WALD<sup>76</sup>, a prática societária brasileira transformou as funções do conselho de administração. Esse órgão, inicialmente utilizado com funções predominantemente consultivas, tornou-se verdadeiro foro dos principais acionistas da companhia, chegando a ser visto como uma “mini-assembléia”, mais facilmente convocada. Dessa forma, muitas matérias originalmente de competência da assembléia geral passaram a ser discutidas e decididas no âmbito do conselho de administração. Nesse sentido é a observação feita por RUBENS REQUIÃO:

“Muitas das funções da antiga concepção de poderes da assembléia geral, dado o absenteísmo dos acionistas e seu desinteresse pelas reuniões de assembléia, foram pela teoria moderna transferidos para o conselho de administração, pois ele, na teoria e na prática, efetivamente acolhe os acionistas controladores”<sup>77</sup>.

Diante dessa nova configuração do conselho de administração, parece-nos razoável que se entenda que as disposições estabelecidas no acordo de acionistas vinculem os conselheiros, mas no que diz respeito às matérias tipicamente assembleares. Exemplificativamente, deverão os

---

<sup>75</sup> BERTOLDI, Marcelo. *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 81.

<sup>76</sup> WALD, Arnaldo. *A Evolução do Regime Legal do Conselho de Administração, os Acordos de Acionistas e os Impedimentos dos Conselheiros Decorrentes de Conflitos de Interesses*. Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem. v. 11. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 2001. p. 21.

<sup>77</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. v. 2. 23ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 197.

conselheiros obedecer ao pactuado no acordo de acionistas, por exemplo, na deliberação acerca da emissão de ações (art. 142, VII da Lei das S.A.), distribuição de dividendos intermediários (art. 204 da mesma Lei), ou de quaisquer outras matérias de competência tipicamente assemblear, atribuídas estatutariamente ao conselho de administração.

Por outro lado, no que diz respeito às matérias que competem privativamente à direção da empresa, poder-se-ia até questionar a validade de sua vinculação ao desejo dos acionistas, via acordo de acionistas. Lembre-se que, nos termos do art. 139 da Lei das S.A., “as atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto”<sup>78</sup>. Ora, se nem o estatuto poderia atribuir à assembléia matéria de competência do conselho de administração, não vemos como o acordo de acionistas pudesse, validamente, submeter os conselheiros a decisões dos acionistas nessas matérias.

Dessa forma, pensamos que se permitir que o acordo de acionistas regule o voto do conselheiro nas matérias de sua competência exclusiva poderia ser considerado como uma forma de transferência aos acionistas contratantes, ao arrepio da Lei, da competência legal dos conselheiros, o que é vedado pelo art. 139 transcrito acima. Seguindo esse raciocínio, caso o acordo de acionistas contenha disposições relativas às matérias de competência exclusiva do conselho de administração (art. 142, I, III, IV, V e IX), referidas disposições poderão ter sua validade questionada, por violação ao disposto no art. 139, caso em que os administradores não estariam vinculados ao acordo de acionistas na votação dessas matérias.

---

<sup>78</sup> Art. 139 da Lei das S.A..

É inegável, porém, que a interpretação mencionada acima, na prática, pode suscitar questões de difícil solução. Partindo-se dessa interpretação, uma questão problemática é saber até que ponto poderá o administrador votar contrariamente ao acordo de acionistas sem que exista decisão judicial declarando a invalidade de determinada disposição do referido acordo. Na mesma linha, pode o presidente do órgão colegiado da administração computar votos contrários ao acordo de acionistas sob o fundamento de que determinada matéria é de competência exclusiva do conselho de administração? Nessa hipótese, caso se entenda posteriormente que o acordo de acionistas era válido, o administrador e o presidente do órgão colegiado poderão ser responsabilizados pelos prejuízos causados pela violação do acordo?

Essas questões espinhosas, entretanto, não foram abordadas pela doutrina ou pela jurisprudência, não existindo precedentes jurisprudenciais suficientes para determinar qual será a interpretação dos tribunais pátrios acerca do tema, sendo aqui mencionadas como advertência para um risco que deve ser ponderado por todos os interessados.

Por fim, importante ressaltar que, a despeito da modificação implementada pela Lei 10.303/01, a evolução da realidade empresarial brasileira, seguindo a tendência verificada em diversos países, aponta para a necessidade das sociedades adotarem práticas de boa governança corporativa. Conforme mencionado acima, referidas práticas impõem que os acionistas se abstenham de vincular a atuação dos conselheiros, devendo eleger conselheiros que tenham a independência necessária para exercer sua função.

## Capítulo IV – Usurpação de Oportunidade de Negócio da Companhia

O art. 155 da Lei das S.A. estabelece uma série de condutas que são vedadas aos administradores. A primeira das vedações estabelecidas pelo referido artigo é a proibição a que o administrador use, em proveito próprio ou de terceiro, as oportunidades de negócio da companhia<sup>79</sup> de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo. Veja-se a redação do art. 155:

“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;

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

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

A proibição constante do inciso I do referido artigo consagra no direito brasileiro, conforme reconhece NELSON EIZIRIK<sup>80</sup>, a *corporate opportunity doctrine*, proveniente do direito norte-americano, que veda aos administradores a utilização em proveito próprio das oportunidades que legalmente pertençam à companhia. A grande questão que surge na aplicação dessa proibição é a definição do que deve ser interpretado como oportunidade de negócio da companhia. Esse problema encontra uma análise mais desenvolvida em sede de direito comparado, na doutrina e na jurisprudência norte-americana, sendo fundamental para a perfeita compreensão do inciso I do art. 155, a análise da *corporate opportunity doctrine*.

---

<sup>79</sup> O termo oportunidade comercial utilizado pelo art. 155, I da Lei das S.A. é uma tradução literal da expressa *corporate opportunity* do direito norte-americano. Entendemos, entretanto, que essa tradução literal não é a mais adequada, podendo levar a uma interpretação equivocada do instituto. No presente trabalho, a despeito da redação do mencionado artigo, utilizaremos a expressão “oportunidade de negócio da companhia”.

<sup>80</sup> EIZIRIK, Nelson et al.. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 428.

#### IV.1 – *Corporate Opportunity Doctrine*

A *corporate opportunity doctrine* surgiu no direito norte-americano para enfrentar uma questão complexa: quais eram os limites que deveriam ser observados pelos administradores no aproveitamento de novas oportunidades de negócio. Durante o exercício de sua profissão e no curso normal de suas atividades os administradores constantemente se deparam com novas oportunidades de negócio, dentro e fora de seu ambiente profissional, e é fundamental definir quando essas oportunidades pertencem ou devem ser oferecidas à companhia e quando que os administradores podem utilizar-se delas para seu benefício pessoal.

Segundo WILLIAM SAVIT<sup>81</sup>, o primeiro caso remotamente parecido com a *corporate opportunity doctrine*, nos termos em que ela é atualmente entendida nos Estados Unidos, teria ocorrido em 1900, no julgamento de *Lagarde v. Anniston Lime & Stone Co.*. Entretanto, a doutrina apenas surgiu e começou a ser estudada a partir do histórico julgamento do caso *Guth v. Loft. Inc.*<sup>82</sup>, até hoje o precedente mais importante nesse tema.

A *corporate opportunity doctrine* é relativamente simples. Consiste na vedação aos administradores de explorarem oportunidades sem antes as

---

<sup>81</sup> SAVIT, William. *A New New Look at Corporate Opportunities*. p. 9. Disponível em <www.ssrn.com>. Acessado em 16 set 2008.

<sup>82</sup> Em breves linhas, Guth era membro do conselho de administração e CEO da Loft. Inc. empresa do ramo de bebidas, especializada na venda de refrigerante de máquina. Guth, através de contatos pessoais estabelecidos durante sua carreira, ficou sabendo da possibilidade de adquirir a fórmula da Pepsi-Cola, que se encontrava falida. Guth comprou as ações da National Pepsi-Cola Company e passou a desenvolver e a recuperar a sociedade, utilizando-se para tanto de instalações, funcionários e até de recursos da Loft. Inc., tudo sem o conhecimento dos outros membros do conselho de administração da Loft. A Pepsi-Cola rapidamente tornou-se uma empresa muito lucrativa, superando inclusive o faturamento da própria Loft. Inc.. Ajuizada a ação de responsabilidade pela sociedade contra Guth, a Corte de Delaware entendeu que a possibilidade de adquirir as ações e a fórmula da Pepsi-Cola era uma oportunidade de negócio que pertencia a Loft e não a Guth, obrigando Guth a transferir as ações da Pepsi-Cola e todos os lucros obtidos com a transação para a Loft. Segundo a Corte de Delaware, os administradores não podem utilizar-se de sua posição para privilegiar os seus interesses pessoais, pois encontram-se em uma relação fiduciária com a sociedade e seus acionistas.

oferecerem à sociedade que representam, apresentando todas as informações relevantes para que a sociedade possa decidir se tem interesse na realização do negócio. Diante da oportunidade a companhia pode decidir explorá-la, guardá-la para aproveitamento posterior ou simplesmente não aproveitá-la. Caso o administrador viole esse comando, ele estará descumprindo com seu dever de lealdade<sup>83</sup>.

Ao assim proceder, poderá o juiz considerar que o administrador usurpou uma oportunidade de negócio da companhia, sendo o administrador condenado a entregar à sociedade todos os lucros ilicitamente obtidos.

A grande questão que surge, entretanto, é definir o que devem ser entendidas como “oportunidades de negócio da companhia”. Para resolver o problema, a jurisprudência norte-americana desenvolveu três testes: (i) teste do interesse ou expectativa (*interest or expectancy test*); (ii) teste da linha de negócios (*line of business test*); e (iii) teste da justiça ou honestidade (*fairness test*)<sup>84</sup>.

O *interest or expectancy test* foi o primeiro teste a ser desenvolvido e utilizado pelas cortes norte-americanas e consiste em verificar se a companhia tem um interesse ou expectativa na oportunidade oferecida, ou se essa oportunidade é necessária ao desenvolvimento das atividades da companhia. Segundo esse teste, a companhia somente tem preferência na exploração da oportunidade caso ela já tenha celebrado um contrato (interesse) ou caso já tenham sido iniciadas tratativas tendentes à celebração de um contrato (expectativa). Esse é o teste mais restritivo dos três, motivo pelo qual atualmente é considerado insuficiente para o julgamento da maioria dos casos.

---

<sup>83</sup> SAVIT, William. *Op. cit.* p. 16.

O teste da linha de negócios consiste em verificar se a oportunidade se encontra no ramo de negócios em que a sociedade atua. A dificuldade existente nesse caso é de prever o que será considerado como sendo o ramo de negócios da sociedade. Normalmente, na utilização desse teste dois fatores deverão ser levados em consideração: (i) se a sociedade detém o conhecimento, a experiência prática e a possibilidade financeira de desenvolver a oportunidade e (ii) se a oportunidade está intimamente relacionada com as atividades já desenvolvidas ou que a sociedade esteja em vias de desenvolver, segundo suas necessidades e planos de expansão.

O terceiro teste, *fairness test*, foi utilizado pela primeira vez no caso *Durfee v. Durfee & Canning, Inc.*, julgado em 1948 pela Suprema Corte do Estado de Massachusetts. Esse teste consiste na análise da boa-fé com que o administrador agiu no aproveitamento da oportunidade. Segundo a Corte, os juízes devem aplicar padrões de ética e justiça na definição de quais oportunidades podem ser isolada e diretamente exploradas pelos administradores e quais devem ser previamente oferecidas à companhia. A Suprema Corte de Massachusetts, entretanto, a nosso ver não conseguiu definir satisfatoriamente, ao menos naquele caso, quais seriam os padrões éticos que deveriam ser aplicados, demonstrando a dificuldade de criar uma regra que pudesse ser aplicada a diversos casos.

Conforme observa WILLIAM SAVIT, nenhum dos três testes tem sido aceito pela doutrina e pela jurisprudência como suficiente para resolver a questão:

“It is a further convention of the corporate opportunity literature to follow the identification of these doctrinal strands with biting criticism of each: the dominant ‘line of business’ test as unpredictable in application (and therefore incapable of providing guidance to the directors and officers whose conduct it regulates) and as both over- and underinclusive; the ‘interest or expectancy’ test

---

<sup>84</sup> HAMILTON, Robert. *The Law of Corporations*. 5ª ed.. St. Paul: West Group, 2000. p. 479-481. BALLANTINE, Henry. *Ballantine on Corporations*. Chicago: Callaghan and Company. 1946. p. 206. SAVIT, William. *Op. cit.* p. 19-21.

as ‘inherently ambiguous’ and often underinclusive; and the ‘fairness’ test, as hopelessly vague and therefore useless to the actors subject to it”.<sup>85</sup>

ROBERT HAMILTON afirma que em alguns casos outros fatores podem ser importantes para se aferir a existência de uma oportunidade de negócio da companhia:

“Other factors may also be important in determining whether an opportunity is a corporate opportunity. For example, weight might be given to whether or not there were prior negotiations with the corporation about the opportunity or whether the opportunity was originally offered to the corporation or to the director as an agent of the corporation. Another factor might be whether the director learned of the opportunity by reason of his or her position with the corporation. Another factor is whether the director used corporate facilities or property to take advantage of the opportunity. Finally, it may be relevant to assess how substantial was the need of the corporation for the opportunity. These factors may be considered sufficient separately or in combination. For example, an opportunity may be viewed as a corporate opportunity if it was originally offered to the corporation whether or not the opportunity is in the corporation current ‘line of business.’”<sup>86</sup>

WILLIAM SAVIT aponta para a tendência das cortes norte-americanas de aplicarem mais de um teste, como ocorreu, por exemplo, em *Miller v. Miller*<sup>87</sup>, ou de simplesmente aplicar uma mistura indiscriminada de todos os testes, recorrendo a eles por mera formalidade<sup>88</sup>.

Diante das dificuldades apontadas e da oscilante jurisprudência existente, conclui o autor que o grande problema é que os litigantes na área de *corporate opportunity* não têm como saber previamente qual será o teste

---

<sup>85</sup> SAVIT, William. *Op. cit.* p. 21.

<sup>86</sup> HAMILTON, Robert. *Op. cit.* p. 480.

<sup>87</sup> Nesse caso, a Suprema Corte de Minnesota utilizou uma combinação do teste da linha de negócios com o *fairness test*, afirmando que primeiro deveria ser aplicado o teste da linha de negócios e, caso a oportunidade estivesse relacionada às atividades desenvolvidas pela companhia, o administrador teria o ônus de demonstrar que não violou o dever de lealdade, boa-fé e “*fair dealing*” ao explorar a oportunidade. A doutrina, entretanto, criticou a decisão por ser muito favorável aos administradores, possibilitando que eles se beneficiem de oportunidades que se enquadram dentro do ramo de negócios da sociedade.

<sup>88</sup> SAVIT, William. *Op. cit.* p. 21.

adotado pela corte que julgará o caso, ou qual fator será determinante no momento de definir a quem deve pertencer uma oportunidade disputada<sup>89</sup>.

Em 1994, o AMERICAN LAW INSTITUTE editou o livro *Principles of Corporate Governance* contendo uma definição de *corporate opportunities* que se afasta da abordagem tradicional das cortes norte-americanas.

Segundo o referido instituto, uma oportunidade deverá ser considerada como pertencente à companhia nas seguintes hipóteses: (i) caso a oportunidade tenha chegado ao conhecimento do administrador através do exercício de suas funções; (ii) caso os administradores tenham motivos para acreditar que a oportunidade está sendo oferecida para a sociedade; (iii) caso os administradores tenham tomado conhecimento da oportunidade através da utilização de informações ou bens da companhia, tendo motivos para acreditar que a oportunidade interessa à sociedade; ou (iv) caso a oportunidade esteja relacionada a alguma atividade em que a companhia esteja envolvida ou pretenda se envolver.<sup>90</sup>

Entre nós, a jurisprudência acerca do tema é escassa, não existindo precedentes confiáveis que demonstrem a tendência que será seguida pelos tribunais pátrios. Tampouco existem trabalhos no campo doutrinário que

---

<sup>89</sup> SAVIT, William. *Op. cit.* p. 23. Nas palavras do autor: “The upshot is that corporate opportunity litigants have no way of knowing, *ex ante*, which test a reviewing court will emphasize or which factor will prove dispositive in assigning a disputed opportunity”.

<sup>90</sup> THE AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of Corporate Governance: analysis and recommendations*. v. I. St. Paul, 1994. p. 284. No texto original: “§ 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 of which a director or senior executive becomes aware, either: in connection with the performance of functions as a director or senior executive, or under the circumstances that should reasonably lead the director or senior executive believe the person is offering the opportunity expects it to be offered to the corporation; or through the use of corporate informations or property, if the resulting opportunity is one that the director or senior executive should reasonably be expected to believe would be of interest to the corporation; (2) Any opportunity to engage in a business activity of which a senior executive becomes aware and knows is closely related to the business in which the corporation is engaged or expects to engage”.

analisem detidamente a questão, tendo a maioria dos autores brasileiros se voltado para o direito norte-americano na busca da melhor interpretação para o termo oportunidade de negócio da companhia.

Como se pode perceber, definir quando uma oportunidade deve ser encarada como pertencente à companhia tem sido um dos grandes desafios enfrentados pela doutrina e jurisprudência norte-americanas. Não obstante os profundos estudos doutrinários e os diversos precedentes existentes, a definição prévia do que deve ser encarado como oportunidade de negócio da companhia permanece insatisfatória, sendo necessária a análise das peculiaridades de cada caso concreto.

Diante desse cenário, devem os administradores agir com cautela ao se depararem com novas oportunidades de negócio. Ainda que possa parecer ingênuo, é recomendável que as oportunidades sejam sempre oferecidas à companhia, com *full disclosure* de todas as circunstâncias relevantes para que a sociedade decida acerca do aproveitamento da oportunidade – sem que o administrador interessado participe da deliberação, em virtude de seu conflito de interesses. Apenas em circunstâncias excepcionais, onde a oportunidade claramente não pertença à companhia, é que poderá o administrador dispensar a referida consulta prévia, existindo sempre a possibilidade de uma discussão posterior acerca da lealdade de sua conduta.

## IV.II – Responsabilização dos Administradores

Verificada a existência de uma oportunidade de negócio pertencente à sociedade, não poderá o administrador utilizar-se dela sem antes oferecê-la à companhia que representa. Conforme ressaltado por MODESTO CARVALHOSA, a proibição constante do art. 155, I da Lei das S.A. é formal, não sendo necessário que seja causado prejuízo à sociedade para que haja quebra do dever de lealdade<sup>91</sup>.

No mesmo sentido é a lição de FRAN MARTINS:

“A lei brasileira estabeleceu, por isso, regra que afasta qualquer dúvida a respeito do cumprimento do dever de lealdade dos administradores, esclarecendo que esse dever persiste ainda que o benefício resultante do ato seja em proveito de terceiros e que a companhia não haja sofrido prejuízos com a sua prática. Mesmo assim, é o administrador proibido de praticar tal ato, muito embora a ação de responsabilidade contra o mesmo só possa ser proposta quando resultarem prejuízos dos atos que praticar (arts. 158, caput, e 159)”<sup>92</sup>.

Os dois autores divergem apenas acerca da necessidade de demonstração dos prejuízos para o ajuizamento da ação de responsabilidade civil dos administradores. Enquanto FRAN MARTINS defende que a demonstração do prejuízo é condição necessária para o ajuizamento da ação, MODESTO CARVALHOSA propõe uma interpretação menos rígida do art. 159, da Lei das S.A., afirmando que a efetiva demonstração do prejuízo poderia retirar a eficácia do art. 155, concluindo que:

“(...) a companhia tem legitimidade (art. 159) para argüir a responsabilidade de seus administradores, sempre que estes, fraudando a lei, ofendem o direito da sociedade de celebrar negócios e obter ganhos, mesmo que infringência não possa ser traduzida no caso concreto em efetivo prejuízo ao seu patrimônio”<sup>93</sup>.

---

<sup>91</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 299.

<sup>92</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 2. T. 1. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 382.

<sup>93</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 300.

Segundo parte da doutrina, mesmo sendo constatada a existência de uma oportunidade de negócio da companhia, em certos casos, o administrador poderá aproveitar-se da oportunidade sem violar o seu dever de lealdade. NELSON EIZIRIK defende o chamado *two step process*, aplicado pela Suprema Corte de Minnesota no caso *Miller v. Miller*, no qual após verificada a existência de uma oportunidade pertencente à companhia deve ser analisada a conduta do administrador<sup>94</sup>. Nesse caso, o ônus da prova seria do administrador, que teria que demonstrar que não violou seu dever de lealdade e que agiu de acordo com os ditames da boa-fé.

FLÁVIA PARENTE também adota a posição acima, afirmando que caso o administrador ofereça a oportunidade à companhia, com *full disclosure* de todos os aspectos relevantes, e a sociedade decida não aproveitar a oportunidade, poderá o administrador utilizar-se dela em proveito próprio, sem que isto represente uma violação ao dever de lealdade<sup>95</sup>. Ainda segundo a autora, o administrador também poderia aproveitar a oportunidade se a companhia, por algum motivo, não tiver condições de aproveitar a oportunidade que lhe é oferecida. Alguns exemplos citados pela doutrina são: (i) a companhia não dispor de recursos financeiros suficientes<sup>96</sup>; (ii) caso esteja impedida de realizar

---

<sup>94</sup> EIZIRIK, Nelson et al.. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 432.

<sup>95</sup> PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 158.

<sup>96</sup> No julgamento do caso *Irving Trust Co. v. Deutsch* a corte norte-americana condenou os administradores por quebra de seu dever fiduciário, não admitindo a possibilidade dos administradores aproveitarem oportunidades pertencentes à companhia em benefício próprio, mesmo que ela não disponha de recursos financeiros suficientes. No entendimento da corte, essa possibilidade poderia incentivar os administradores a não empregarem seus melhores esforços na condução dos negócios sociais. Em seu voto, o juiz Swan fundamentou sua decisão da seguinte forma: “If directors are permitted to justify their conduct on such a theory (as that the corporation is unable to undertake the venture), there will be a temptation to refrain from exerting their strongest efforts on behalf of the corporation since, if it does not meet the obligations, an opportunity of profit will be open to them personally. Indeed, in the present suit it is at least open to question whether a stronger effort might not have been made on the part of the management to procure for Acoustic the necessary funds or credit. (...) While these facts raise some question whether Acoustic actually lacked the funds or credit necessary for carrying out its contract, we do not feel justified in reversing the District Court's finding that it did. Nevertheless, they tend to show the wisdom of a rigid rule forbidding directors of a solvent corporation to take over for their own profit a corporate contract on the plea of the corporation's financial inability to perform”. (BALLANTINE, Henry. *Op. cit.* p. 208).

negócios dessa natureza; (iii) se o estatuto social da companhia não permitir a realização do negócio; ou (iv) se o proponente se recusar a contratar com a sociedade<sup>97</sup>.

No julgamento do caso *Lagarde v. Anniston Lime & Stone Co.*, já mencionado acima, a corte do Estado do Alabama entendeu que em caso de negociações frustradas por parte da companhia, os administradores poderiam explorar a oportunidade a ela pertencente.<sup>98</sup>

HENRY BALLANTINE ressalta, ainda, que algumas oportunidades podem aparecer para o administrador em sua atuação privada, hipótese na qual o administrador poderia aproveitar a oportunidade que lhe é oferecida, caso sua conduta seja pautada pela boa-fé e não cause prejuízos à companhia. Nas palavras do autor:

“Some business opportunities, however, may be regarded as coming to the officer in his individual capacity or under circumstances free from any prior corporate claim, so that he will not be under a duty to act or contract as a representative of the corporation. If he acts in good faith and does not seek to cripple or injure the corporation which he serves, he may compete for business and will not be held accountable to the corporation”.<sup>99</sup>

MODESTO CARVALHOSA, entretanto, divide as oportunidades em normais e excepcionais. As primeiras seriam aquelas necessárias para a companhia expandir os seus negócios, enquanto que as oportunidades excepcionais são as que, a despeito de poderem interessar à companhia, não são necessárias para a expansão natural das

---

<sup>97</sup> PARENTE, Flávia. *Op. cit.* p. 158.

<sup>98</sup> Essa decisão foi muito criticada pela doutrina. No caso, a oportunidade era importante para o desenvolvimento dos negócios sociais, não tendo sido provado que a sociedade havia desistido da realização do negócio. Na opinião de HENRY BALLANTINE: “As to the purchase from M the decision is a questionable one as this interest was important to the corporation, and if it had been proved that the company had not abandoned its efforts to acquire this interest a different result should clearly have been reached. The court was evidently very lax in its conception as to the requirements of fiduciary loyalty, and the circumstances which impose a mandate upon the directors”. (BALLANTINE, Henry. *Op. cit.* p. 204).

<sup>99</sup> BALLANTINE, Henry. *Op. cit.* p. 203.

atividades da sociedade. Na opinião do autor, em nenhuma hipótese poderá o administrador utilizar-se de oportunidades normais, devendo ser analisado no caso concreto a possibilidade de aproveitamento das oportunidades excepcionais<sup>100</sup>.

A CVM já teve a oportunidade de analisar a questão no julgamento do processo RJ2004/5494, relatado por Wladimir Castelo Branco, tendo prevalecido o entendimento de que a utilização pelos administradores de oportunidades de negócio inviáveis para a companhia não configura usurpação de oportunidade pertencente à companhia<sup>101</sup>.

Em resumo, em algumas circunstâncias, mesmo diante de uma oportunidade de negócio da companhia, podem os administradores explorá-la em proveito próprio, desde que o façam sem quebrar seu dever de lealdade para com a companhia que representam. A conduta dos administradores, entretanto, deverá ser analisada no caso concreto, de acordo com os ditames da boa-fé, não sendo possível estabelecer critérios rígidos para definir *a priori* quando que a utilização da oportunidade violará o disposto no art. 155, I, da Lei das S.A.

Não obstante, cumpre destacar que deverá ser exigido dos administradores um elevado padrão de conduta, não sendo admissível que os mesmos se utilizem das referidas oportunidades caso não tenham tomado

---

<sup>100</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 300.

<sup>101</sup> Apesar do julgamento não ter sido unânime, a diretora Norma Parente, que ficou vencida, também defendeu a tese de que os administradores podem utilizar em proveito próprio oportunidades de negócio inviáveis para a companhia. Ela discordou do relator apenas na análise do caso concreto, entendendo que a oportunidade não seria inviável para a companhia. Nas palavras da diretora: “Conclui-se, então, que, sempre que o negócio se relacionar à atividade social, a usurpação da oportunidade pelo administrador, em detrimento da companhia é presumida, só não sendo ilegítimo o aproveitamento, nos casos em que: (i) a companhia não possuir recursos financeiros para aproveitá-la; (ii) estiver proibida de realizar negócios daquela natureza; (iii) o estatuto da companhia não permitir a realização daquele negócio; (iv) ou quando a companhia já tenha recusado a referida oportunidade, previamente oferecida”.

todas as medidas ao seu alcance para viabilizar o aproveitamento da oportunidade por parte da companhia. Caso o *standard* de conduta exigido seja muito baixo, poderá ser criada uma situação de conflito permanente entre a sociedade e seus administradores, uma vez que os mesmos terão perigoso incentivo para não desempenharem suas funções com a diligência necessária.

#### IV.III – Aquisição de Bens ou Direitos Necessários à Companhia

Estabelece, ainda, a Lei das S.A., no inciso III do art. 155, que o administrador não pode “adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir”.<sup>102</sup> O administrador, na qualidade de membro de órgão da companhia, não pode competir com esta, não lhe sendo permitido adquirir os bens que sejam do interesse da companhia.

Conforme destacado por FRAN MARTINS, a despeito da lei restringir o alcance da proibição, esta deve ser interpretada de maneira ampla, abrangendo não somente a compra com intenção de revender com lucro como também a simples aquisição de bens que sejam do interesse da companhia. Nas palavras do autor:

“Fala a lei em *aquisição para revenda com lucro*; esse fato tipifica a concorrência aos atos normais da sociedade mas na realidade o dever do administrador pode se ampliar à proibição da aquisição, no interesse próprio (não apenas para revenda com lucro) de bem ou direito que seja necessário à companhia ou que esta tencione adquirir, pois aí há um abuso de poder por parte do administrador com presumível prejuízo para a sociedade. A lei restringiu a vedação mas, de fato, a proibição deve se estender a todos os atos que o administrador pode praticar em prejuízo da sociedade pois, como estatui o art. 153, deve ele sempre agir visando ao interesse social”.<sup>103</sup>

Não obstante, como ressaltado por MODESTO CARVALHOSA, em algumas hipóteses pode acontecer da interposição ser do interesse da companhia, como, por exemplo, nos casos de estar a companhia temporariamente impedida de realizar determinado negócio, ou em uma situação que o sigilo temporário sobre o real adquirente evite uma excessiva valorização do bem<sup>104</sup>. Nesses casos, o interesse da sociedade justifica a

---

<sup>102</sup> Lei das S.A., art. 155,III.

<sup>103</sup> MARTINS, Fran. *Op. cit.* p. 383.

<sup>104</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 302.

interposição do administrador, não havendo, portanto, violação ao art. 155, III e a conseqüente quebra do dever de lealdade dos mesmos.

Caso seja violado o art. 155, III, deverão ser revertidos para a companhia todos os lucros auferidos pelos administradores, sem prejuízo da responsabilização dos mesmos nos termos dos arts. 158 e 159.

## Capítulo V – Insider Trading

O art. 155 da Lei das S.A., em seus parágrafos, prevê que os administradores deverão guardar sigilo sobre as informações que ainda não tenham sido divulgadas ao mercado das quais tenham conhecimento em razão do exercício de seu cargo. Dispõem os parágrafos do art. 155:

“§ 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”.

Os parágrafos transcritos acima vedam a prática do chamado “*insider trading*”<sup>105</sup> ao estabelecerem que é vedado ao administrador utilizar-se de informações conhecidas através do exercício de seu cargo para obter vantagens, para si ou para outrem, através da compra e venda de valores mobiliários.

O dever de lealdade imposto aos administradores os obriga a manter em segredo as informações confidenciais que lhes são disponibilizadas em função de seu cargo. Enquanto a confidencialidade das informações

---

<sup>105</sup> O *insider trading* será abordado no presente trabalho por constituir uma violação ao dever de lealdade dos administradores. Entretanto, em decorrência da complexidade das questões envolvidas não será possível fazer uma análise aprofundada do tema. Para os fins da presente monografia, serão analisadas as linhas gerais da vedação à prática do *insider trading*, sempre em conexão com o dever de lealdade imposto aos administradores. Para um estudo aprofundado da questão ver, dentre outros, LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais & Insider Trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978. 202 p. e PROENÇA, José Marcelo Martins.

relevantes for necessária para a sociedade, deve o administrador agir diligentemente para evitar o vazamento dessas informações, abstando-se de utilizá-las em proveito próprio ou alheio.

Não obstante, assim que possível, deve o administrador divulgar essas informações ao mercado, nos termos do art. 157, § 4º. Segundo o referido artigo, os administradores têm o dever de comunicar imediatamente ao mercado qualquer deliberação ou fato relevante que possa influir na cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia ou na decisão dos investidores de comprar ou vender esses valores mobiliários.

Em outras palavras, deve o administrador informar imediatamente ao mercado sobre quaisquer fatos relevantes, devendo, entretanto, manter sigilo sobre as informações que forem do legítimo interesse da companhia, cuja revelação os administradores entendam que possa prejudicar tais interesses. Conforme ressalta MODESTO CARVALHOSA, é nesse exato momento que surge a possibilidade do *insider trading*<sup>106</sup>.

Segundo NELSON EIZIRIK, a leitura conjunta do art. 155, § 1º com o disposto no § 4º do art. 157 demonstra que o legislador brasileiro adotou o padrão normativo vigente no direito norte-americano. Nas palavras do autor:

“O artigo 155, § 1º da Lei do Anonimato deve ser interpretado conjuntamente com o disposto no § 4º do art. 157, que trata do dever de informar (*disclosure*), mais adiante analisado.

Da leitura conjunta desses dois dispositivos, resulta claro que a Lei seguiu o padrão normativo do direito norte-americano, referente ao dever do “*insider*” de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (“*disclose or refrain from trading*”). Assim, estando o administrador na posse de informação relevante, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em razão do princípio fundamental do “*disclosure*”. Porém, enquanto tal informação não for

---

*Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais.* São Paulo: Quartier Latin, 2005. 352 p..

<sup>106</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 305.

divulgada ao público, ele fica proibido de negociar com os valores mobiliários de emissão da companhia”.<sup>107</sup>

É importante destacar que a legislação brasileira permite que os administradores negociem com valores mobiliários de emissão da companhia, sendo necessário, entretanto, que os administradores declarem os valores mobiliários que possuem e quaisquer eventuais modificações em sua posição acionária, nos termos do art. 157 e seu § 6º. Em outras palavras, a simples negociação com valores mobiliários de emissão da sociedade por parte de seus administradores não constitui ilícito *per se*, sendo necessária a existência de uma informação ainda não revelada ao mercado no momento da referida negociação.

MODESTO CARVALHOSA assim define *insider trading*:

“Portanto, *insider trading* é qualquer operação realizada por um *insider*, com emissão de valores mobiliários de emissão da companhia, no período imediatamente seguinte ao conhecimento da informação relevante e *antes* que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de divulgação adotados no mercado de capitais.

Assim, o *insider trading* caracteriza-se pelo *uso* da informação relevante não divulgada na compra ou venda de valores mobiliários de emissão da companhia, gerando um desequilíbrio de posições, lesivo tanto a uma das partes da operação – o comprador ou vendedor *outsider* – como ao próprio mercado de capitais, em termos de confiabilidade”.<sup>108</sup>

Da definição transcrita acima, podemos extrair os seguintes requisitos para que se configure a ocorrência do *insider trading*: (i) a existência de um *insider*; (ii) de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado; e (iii) a negociação com valores mobiliários de emissão da companhia.

---

<sup>107</sup> EIZIRIK, Nelson et al.. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 437.

<sup>108</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 305.

*Insider* é toda pessoa que tenha tido acesso a informações privilegiadas em virtude do exercício de funções na administração da companhia ou em decorrência do acesso à administração da companhia<sup>109</sup>. Dessa forma, podem ser *insiders* os administradores, os membros de quaisquer órgãos societários, os acionistas controladores, os autônomos prestadores de serviço, os intermediários do mercado de capitais, os empregados, etc.

Todas essas pessoas, desde que tenham acesso às informações privilegiadas, poderão ser consideradas *insiders*. É importante destacar que a Lei 10.303/01 acrescentou o § 4º ao art. 155, ampliando a vedação da utilização de informações privilegiadas para “qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso”. Ou seja, após o advento do referido § 4º, estará praticando *insider trading* toda e qualquer pessoa que tenha tido acesso a informação relevante ainda não divulgada ao mercado, com o intuito de auferir vantagem para si ou para outrem.

Informações relevantes, segundo NORMA PARENTE, diretora da CVM, “doutrinariamente, são aquelas que podem influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores”.<sup>110</sup> A Instrução CVM 358, de 03.01.2002, traz, em seu art. 2º, a seguinte definição de ato ou fato relevante:

“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:

---

<sup>109</sup> *Ibid.* p. 304.

<sup>110</sup> PARENTE. Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”*. p. 4. Disponível em <www.cvm.com.br>. Acessado em 10 out 2008.

- 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”.

Importante destacar que os fatos relevantes variam de acordo com o tempo, dependendo do contexto histórico e econômico. Dessa forma, será sempre necessário analisar, à luz do caso concreto, se determinado fato era ou não relevante, diante do contorno da situação. Essa apuração requer um juízo de valor que deverá ser feito quando da análise do caso concreto, não sendo possível estabelecer aprioristicamente um rol exaustivo de fatos relevantes. Não obstante, traz o parágrafo único do art. 2º transcrito acima um rol meramente exemplificativo do que potencialmente poderia ser caracterizado como ato ou fato relevante:

“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 grupamento 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 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”.

No que se refere à negociação com valores mobiliários de emissão da companhia, é preciso atentar-se ao fato de que a vedação à prática do *insider trading* constante da Lei das S.A., na opinião de RUBENS REQUIÃO, somente se aplica às companhias abertas:

“Em primeiro lugar é de se lamentar e estranhar que o preceito acima transcrito se aplique, apenas, à companhia aberta, quando deveria estender-se à sociedade fechada ou familiar. Nestas, quando houver acionista dissidente, ficará ele inerme em face da insídia do administrador que praticar o *insider trading*”.<sup>111</sup>

Esse entendimento, entretanto, parece refletir uma leitura literal do disposto no § 1º do art. 155, sendo criticado por parte da doutrina. Em sintonia com a preocupação manifestada por REQUIÃO, LIMA vai além dele, defendendo que o dever de lealdade devido pelos administradores de sociedades anônimas fechadas também vedaria a prática do *insider trading*, não sendo necessário haver uma previsão legal expressa nesse sentido.<sup>112</sup>

Conforme salientam LACERDA TEIXEIRA e TAVARES GUERREIRO<sup>113</sup>, não é necessário que a prática do *insider trading* altere a cotação das ações, bastando a comprovação de que houve a utilização de informações privilegiadas por uma das partes contratantes que não era de conhecimento da outra.

---

<sup>111</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. v. 2. 23ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 212.

<sup>112</sup> LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 73.

<sup>113</sup> LACERDA TEIXEIRA, Egberto; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. II. São Paulo: Bushatsky, 1979. p. 474.

Conforme ressalta MODESTO CARVALHOSA, assim como a vedação constante do art. 155, I, o ilícito previsto no § 4º do art. 155 é formal, não sendo necessária a demonstração do prejuízo para a companhia<sup>114</sup>. Nesse ponto, interessante notar a decisão proferida pela CVM no julgamento do Inquérito Administrativo nº 14/80, onde a CVM desconsiderou o argumento de defesa de que o ilícito praticado seria de resultado e não de mera conduta, tendo sido afirmado que o bem tutelado “é a confiabilidade do mercado de ações e o acionista minoritário, vítima, muitas vezes, da falta de escrúpulo do administrador ganancioso”.<sup>115</sup>

Devem os administradores, nos termos do § 2º do art. 155, zelar para que não ocorra a utilização das informações privilegiadas por seus subordinados ou por terceiros de sua confiança. Nesse ponto, impõe o dever de lealdade que os administradores tomem todas as precauções necessárias para evitar o vazamento das informações. Como ressaltado por TOLEDO, “fica o administrador responsável pelo vazamento, se a ele deu causa, por negligência”<sup>116</sup>. No Brasil, criou-se o cargo de Diretor de Relações com Investidores, a quem compete o dever maior de zelar pelo sigilo das informações.

Verificada a prática do *insider trading*, os terceiros prejudicados têm direito de haver dos infratores indenização pelas perdas e danos que lhes foram causados, desde que não conhecessem a informação no momento da realização do negócio. Por óbvio, caso o terceiro tivesse conhecimento da informação no momento da negociação não cabe falar em indenização pela prática de *insider trading*, uma vez que não havia na hipótese assimetria de informação entre as partes.

---

<sup>114</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 297.

<sup>115</sup> Inquérito Administrativo CVM nº 14/80, Caso Supergasbrás. *Apud* LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 84.

<sup>116</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997. p. 60.

Destaque-se que a Lei das S.A. em nenhum momento cogita da possibilidade de anulação do negócio jurídico. A solução adotada pela Lei das S.A. visou “assegurar a estabilidade no mercado”<sup>117</sup>, evitando as dificuldades práticas e o alto grau de insegurança jurídica que seria causado pela possibilidade de anulação dos negócios jurídicos.

Além da indenização por perdas e danos, podem os administradores serem responsabilizados administrativamente pela CVM em decorrência da prática do *insider trading*, sendo-lhes aplicadas as sanções previstas no art. 11 da Lei 6.385, de 07.12.1976. Após a Lei 10.303/01, a prática do *insider trading* passou a ser crime tipificado na legislação penal brasileira, apenado com pena de um a cinco anos, conforme ressalta RUBENS REQUIÃO:

“A Lei nº 10.303/2001 (art. 5º), tornando mais aguda a sanção contra o agente desleal, eleva a violação do dever de discrição e lealdade à condição de figura penal, apenando com reclusão de um a cinco anos a utilização de informação relevante sigilosa, não divulgada ao mercado, capaz de propiciar vantagem pessoal ou em favor de terceiro. Mesmo a operação por interposta pessoa é alcançada pela sanção penal (art. 27 da Lei nº 6.385/76)”.<sup>118</sup>

Por fim, é importante destacar que a atuação da CVM na repressão à prática do *insider trading* mostra-se fundamental, uma vez que, na maioria dos casos, não é possível para os participantes do mercado identificar com quem estão negociando a compra e venda dos valores mobiliários. A atuação desleal dos *insiders*, no caso, traz grandes prejuízos ao mercado de capitais nacional, afetando gravemente a credibilidade do sistema.

---

<sup>117</sup> PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”*. p. 12. Disponível em <www.cvm.com.br>. Acessado em 10 out 2008.

<sup>118</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. v. 2. 23ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 212.

## Capítulo VI – Conflito de Interesses

A legislação societária brasileira, como ressaltam com propriedade LACERDA TEIXEIRA e TAVARES GUERREIRO<sup>119</sup>, não obriga os administradores a participarem da administração da companhia com exclusividade, sendo lhes permitido desenvolver outras atividades comerciais, bem como participar de outras sociedades, tanto como acionista quanto como administrador.

No exercício dessas atividades paralelas ao exercício de seu cargo na sociedade, muitas vezes os administradores se encontram em uma situação de conflito entre os seus interesses pessoais e os interesses da sociedade que representam. O dever de lealdade estudado no presente trabalho impõe aos administradores que se abstenham de intervir na operação em que tenham interesse, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais membros da administração.

FRANCESCO GALGANO possui a seguinte definição de conflito de interesses entre sócio e sociedade, aplicável, *mutatis mutandi*, ao caso:

“Ocorre conflito de interesse entre o sócio e a sociedade quando o sócio se encontra na condição de ser titular, diante de uma determinada deliberação, de um duplo interesse: de seu interesse de sócio e, por outro lado, de um interesse externo à sociedade; e esta duplicidade de interesses é tal que ele, o sócio, não pode realizar um sem sacrificar o outro interesse. Todavia, a simples duplicidade de interesses em um mesmo sujeito, por si só, não implica situação de conflito no sentido técnico. As duas posições de interesse podem ser de solidariedade entre eles: o sócio pode realizar o próprio interesse sem prejudicar o interesse da sociedade”.<sup>120</sup>

---

<sup>119</sup> LACERDA TEIXEIRA, Egberto; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Op. cit.* p. 474.

<sup>120</sup> *Apud* LOBO, Carlos Augusto da Silveira; NEY, Rafael de Moura Rangel. *Conflito de Interesses entre o Administrador e a Companhia – Inexistência de impedimento em votar em deliberação do conselho de administração da controlada, do qual é membro, que aprova concessão de mútuo à controladora, da qual é chefe do departamento jurídico.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. v. 144. p. 277.

Esse dever encontra-se expressamente previsto no art. 156 da Lei das S.A., que assim dispõe:

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

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

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

Inicialmente é importante diferenciar o conflito substancial do conflito formal de interesse. Conforme nos ensina NELSON EIZIRIK<sup>121</sup>, o conflito substancial de interesses ocorre quando o voto do administrador ou acionista é utilizado com desvio de finalidade, promovendo interesses pessoais, incompatíveis com o interesse social. Nesse caso, o voto proferido pelo administrador, conquanto formalmente válido, em conformidade com a lei e com o estatuto social, é utilizado com finalidade diversa daquela para a qual ele deveria servir, violando o princípio da boa-fé e o dever de lealdade.

Já o conflito formal de interesses é aquele que existe em todo negócio jurídico bilateral ou unilateral, em que as partes contratantes são o administrador e a sociedade. Nessa hipótese, a contraposição de interesses advém da própria natureza dos negócios jurídicos bilaterais, não podendo o administrador atuar na formação da vontade da outra parte contratante.

No conflito substancial a existência do conflito de interesses é verificada *a posteriori*, com base no desvio de finalidade do voto proferido, enquanto que no conflito formal o impedimento do direito de voto decorre

---

<sup>121</sup> EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 72.

da existência de uma relação contratual entre o administrador e a sociedade, sendo verificado *a priori*<sup>122</sup>.

MODESTO CARVALHOSA, ao analisar o art. 156 da Lei das S.A., defende que o conflito de interesses existente na hipótese é o conflito formal, em que o administrador e a sociedades são contrapartes em determinado negócio jurídico. Assim, para o referido autor, a configuração do conflito de interesses seria alcançada através de um critério formal, de caráter apriorístico<sup>123</sup>. A doutrina majoritária, entretanto, vê no artigo em comento, assim como no art. 115 da Lei das S.A. – que trata da hipótese do conflito de interesse dos acionistas –, a vedação ao conflito substancial de interesses, que deverá ser analisado à luz de cada caso concreto. Nesse sentido é o entendimento de FLÁVIA PARENTE:

“Trata-se de conflito substancial de interesses, motivo pelo qual a eventual ilegalidade da contratação entre o administrador e a companhia constitui uma questão a ser verificada em cada caso concreto”.<sup>124</sup>

No mesmo sentido é a lição de MIRANDA VALVERDE, para quem “a existência ou não de interesses contrários ou opostos é uma questão de fato, a ser, portanto, apreciada e julgada em cada caso”.<sup>125</sup> Conforme ressalta o ilustre autor, o conflito de interesses pode ser direto, quando o administrador celebra um contrato com a sociedade, ou indireto, quando, por exemplo, a sociedade celebra um contrato com uma sociedade em que o administrador é sócio ou da qual aufera benefícios. Diante da vasta gama de situações que poderiam surgir no caso concreto, uma vedação apriorística e objetiva poderia demonstrar-se inadequada e insuficiente.

---

<sup>122</sup> EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 73.

<sup>123</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 313.

<sup>124</sup> PARENTE, Flávia. *Op. cit.* p. 182.

<sup>125</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações: comentário ao decreto-lei n. 2.627, de 26.09.40*. v. II. Rio de Janeiro: Forense, 1959. p. 315.

Destaque-se, entretanto, que, exceto em situação específicas, não está o administrador proibido de contratar com a sociedade, podendo fazê-lo desde que a contratação se dê em condições “razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros”.<sup>126</sup> Conforme ressaltado por RUBENS REQUIÃO<sup>127</sup>, pode ser que o contrato celebrado entre a sociedade e seu administrador seja de relevância para a sociedade, sendo a contratação lícita desde que não seja feita em condições de favorecimento ao administrador.

Na vigência do Decreto-Lei 2.627/40, a questão da validade dos contratos celebrados entre administradores e sociedade era controversa<sup>128</sup>. A Lei das S.A., entretanto, filiando-se ao direito norte-americano passou a prever expressamente a licitude dos contratos celebrados equitativamente. FLÁVIA PARENTE, após analisar a evolução da matéria no direito norte-americano, apresenta a seguinte conclusão:

“Tendo em vista as disposições legais e as recomendações doutrinárias analisadas, conclui-se que, no direito norte-americano, via de regra, os negócios realizados entre os administradores e as companhias são validos desde que o administrador interessado não vote e confira amplo *disclosure* a respeito de seu interesse e forneça aos órgãos que irão decidir a matéria todas as informações importantes de que dispõem relativas à operação; o negócio seja aprovado pela maioria dos administradores ou por acionistas qualificados; e o negócio não seja nem fraudulento, nem *unfair* para a companhia”.<sup>129</sup>

Assim como acontece no direito norte-americano, a despeito da possibilidade de serem celebrados negócios jurídicos entre administradores e sociedade, não poderão os administradores em situação de conflito de

---

<sup>126</sup> Lei das S.A., art. 156.

<sup>127</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. v. 2. 23ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 213.

<sup>128</sup> OSMAR BRINA CORRÊA LIMA defende que a doutrina e a jurisprudência reconheciam a validade dos referidos contratos (*Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 78), enquanto que MODESTO CARVALHOSA aponta para a tendência, predominante em sua opinião, de serem declarados nulos os contratos celebrados entre a sociedade e seus administradores (*Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 310).

<sup>129</sup> PARENTE, Flávia. *Op. cit.* p. 205.

interesses participar da deliberação que a respeito tomarem os demais membros do respectivo órgão. O administrador, como interessado no negócio, não pode atuar na formação da vontade da sociedade, em decorrência da contraposição natural de interesses existente entre as partes de determinado contrato.

Conforme ressalta FRAN MARTINS, a proibição de intervir na operação é ampla, englobando o direito de votar, opinar ou de qualquer outra maneira influenciar a deliberação tomada pelos demais administradores<sup>130</sup>. Deve o administrador, inclusive, retirar-se do local onde esteja sendo realizada a deliberação. O dever de lealdade impõe, ainda, que o administrador cientifique os demais administradores do seu conflito, informando-os acerca da natureza e da extensão de seu interesse. Conforme destaca o mencionado autor, a comunicação deve ser feita de forma solene, em reunião do Conselho de Administração ou da Diretoria, conforme o caso, ficando a mesma consignada na ata da reunião<sup>131</sup>.

Frise-se que o dever de informar do administrador nesse caso vai além de simplesmente cientificar os demais administradores de seu interesse. O dever de lealdade para com a companhia impõe ao administrador que ele revele aos demais todos os fatos e circunstâncias relevantes para a tomada da decisão de celebração ou não do negócio.

Sobre esse dever de *disclosure*, veja-se a definição do AMERICAN LAW INSTITUTE:

“§ 1.14. (a) Disclosure Concerning a Conflict of Interest. A director, senior executive, or controlling shareholder makes ‘disclosure concerning a conflict of interest’ if the director, senior executive, or controlling shareholder discloses to the corporate decisionmaker who authorizes in advance or ratifies the transaction in question the material facts known to the director, senior executive, or controlling shareholder concerning the conflict of interest, or if the corporate decisionmaker knows of those facts at the time the transaction is authorized or ratified.

---

<sup>130</sup> MARTINS, Fran. *Op cit.* p. 389.

<sup>131</sup> *Ibid.* p. 389.

(b) Disclosure Concerning a Transaction. A director, senior executive, or controlling shareholder makes 'disclosure concerning a transaction' if the director, senior executive, or controlling shareholder discloses to the corporate decisionmaker who authorizes in advance or ratifies the transaction in question the material facts known to the director, senior executive, or controlling shareholder concerning the transaction, or if the corporate decisionmaker knows of those facts at the time the transaction is authorized or ratified".<sup>132</sup>

Caso o contrato seja celebrado em condições de favorecimento ao administrador, ou seja, em condições diferentes daquelas em que seria celebrado com terceiros estranhos à sociedade, estabelece o § 2º do art. 156 da Lei das S.A. que o negócio será anulável, devendo o administrador transferir para a companhia as vantagens ilicitamente obtidas.

MODESTO CARVALHOSA destaca que não é necessário que a companhia sofra efetivo prejuízo material, sendo a quebra do dever de lealdade do administrador suficiente para sua responsabilização e para a anulação do contrato celebrado<sup>133</sup>.

A sanção de anulabilidade do negócio jurídico prevista no § 2º do art. 156, implica na possibilidade do negócio jurídico ser ratificado.<sup>134</sup> Essa ratificação, entretanto, só poderia ser feita pelos acionistas em assembléia geral, não sendo admissível que a própria administração, seja através de conselho de administração seja através da diretoria, ratifique o ato<sup>135</sup>. Essa ratificação, entretanto, na opinião de LIMA, não significa que o contrato não possa ser questionado na justiça, havendo "sempre a possibilidade de questionamento da transação pela minoria dissidente".<sup>136</sup>

---

<sup>132</sup> THE AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of Corporate Governance: analysis and recommendations*. v. I. St. Paul, 1994. p. 16-17.

<sup>133</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. 317

<sup>134</sup> *Ibid.* p. 322.

<sup>135</sup> *Ibid.* p. 323.

<sup>136</sup> LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 79.

Destaque-se que a sanção de anulabilidade prevista na Lei das S.A. é duramente criticada pela doutrina, que defende a nulidade do negócio jurídico. Sobre o ponto, veja-se a crítica de FRAN MARTINS:

“Depois de cercar a realização do negócio de tantas precauções, a lei, estranhamente, permite que o negócio seja validado, declarando que será ele apenas *anulável* e não *nulo*; e somente no caso de ser anulado é que as vantagens auferidas pelo administrador se transferirão à sociedade, o que não deixa de ser estranho, tendo em vista as precauções anteriores adotadas pela lei com a finalidade de evitar vantagens ao administrador que tem interesse conflitante com a sociedade e ainda assim negocia com esta”.<sup>137</sup>

---

<sup>137</sup> MARTINS, Fran. *Op. cit.* p. 391. No mesmo sentido, veja-se TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997. p. 62 e CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 323.

## Capítulo VII – Outras Condutas Vedadas aos Administradores

Além dos deveres analisados nos capítulos anteriores, estabelece, ainda, a Lei das S.A., nos artigos 154 e 155, algumas condutas vedadas aos administradores, cuja prática implicaria na quebra do dever de lealdade. Estabelece o § 2º do art. 154:

“§ 2º É vedado ao administrador:

- a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
- b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;
- c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo”.

A primeira conduta vedada é a prática de atos de liberalidade às custas da companhia. Atos de liberalidade são aqueles que “diminuem, de qualquer sorte, o patrimônio social, sem que tragam para a sociedade nenhum benefício ou vantagem de ordem econômica”.<sup>138</sup>

Nas palavras de LACERDA TEIXEIRA e TAVARES GUERREIRO, a justificativa dessa vedação é que “a sociedade anônima tem, por definição legal, natureza mercantil, sendo o seu patrimônio dedicado exclusivamente à atividade negocial”, não sendo possível, assim, “desfalcá-lo sem compensação compatível com sua finalidade essencialmente lucrativa”.<sup>139</sup>

A vedação à prática desses atos, entretanto, não é absoluta, prevendo o § 4º do art. 154, que “o conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados

---

<sup>138</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Op. cit.* p. 311.

<sup>139</sup> LACERDA TEIXEIRA, Egberto; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Op. cit.* p. 472.

ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais”.

Presume-se que da prática desses atos, que deverão ser economicamente razoáveis, não importando em substancial redução patrimonial, advenham benefícios indiretos para a companhia, uma vez que a mesma estará atuando em prol da comunidade, cumprindo, dessa forma, sua função social<sup>140</sup>.

Salvo pelos atos gratuitos razoáveis, devem os administradores se abster de praticar atos de liberalidade como, por exemplo, a renúncia imotivada a direitos e as concessões de garantias de mero favor, seja em benefício de terceiros, seja em benefício do controlador – pratica relativamente comum atualmente –, o que importaria em uma potencial redução do patrimônio social sem qualquer contraprestação para a sociedade.

A alínea “b” veda aos administradores que tomem por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou que os utilizem em proveito próprio, de terceiros ou de sociedade em que tenham interesse. Esses atos poderão ser praticados, entretanto, caso sejam previamente aprovados pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.

Destaque-se que, em sendo o administrador interessado na operação seja também acionista ou conselheiro, conforme o caso, estará ele impedido de participar da deliberação acerca da realização do negócio, nos termos das regras de conflito de interesse analisadas no capítulo VI, da presente monografia.

---

<sup>140</sup> EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 135.

Importante ressaltar que caso a sociedade seja uma instituição financeira, o art. 34 da Lei 4.595, de 31.12.1964, proíbe a concessão de empréstimos tanto aos administradores quanto a seus parentes até o segundo grau, assim como às sociedades de cujo capital o administrador detenha participação superior a 10%<sup>141</sup>. O descumprimento dessa vedação constitui crime, sujeito a pena de reclusão.

A alínea “c” estabelece que os administradores não poderão receber qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indiretamente, em razão do exercício de seu cargo, salvo se houver autorização da assembléia geral ou do estatuto social. Não havendo essa autorização, dispõe o § 3º que as importâncias recebidas pelos administradores caberão à companhia.

Acerca do tema, interessante notar o julgamento do caso *Fleishhacker v. Blum*<sup>142</sup>, no qual o diretor de um banco foi condenado a entregar ao banco do qual era administrador os benefícios recebidos na concessão de um empréstimo. No caso, a despeito do empréstimo ter sido pago dentro do prazo avençado, sem que nenhum prejuízo tenha sido causado ao banco, afirmou o tribunal norte-americano:

“Compensation paid by the third person to an officer for a loan made by the corporation may be regarded as part of the consideration for the loan, or as a commission given for the officer's supposed influence in obtaining the loan”.<sup>143</sup>

---

<sup>141</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 283.

<sup>142</sup> Conforme nos conta HENRY BALLANTINE (*Op. cit.* p. 202), T, com o intuito de obter recursos para participar de uma licitação para a venda de aço, ofereceu a D, presidente e diretor do banco A, uma participação de 1/3 no negócio. D tomou as providências necessárias para que o banco A concedesse grandes empréstimos a Y, companhia criada por T para participar da licitação. Os empréstimos foram aprovados pelo comitê de crédito do banco A, mediante recomendação de D, tendo Y honrado com suas obrigações e quitado o empréstimo no prazo avençado. Em decorrência do negócio, D recebeu \$75.000 em salários pagos por Y, \$73.000 em dividendos e \$200.000 na venda das ações de Y. Diante da inércia dos administradores que se recusaram a processar D, o acionista controlador do banco A ingressou com ação indenizatória contra D. D foi condenado a indenizar o banco A por todas as vantagens recebidas em virtude de sua relação fiduciária com o banco. A corte considerou irrelevante que o banco A não tenha sofrido nenhum prejuízo.

Os atos praticados com violação ao disposto nas alíneas “a” e “b” analisadas acima serão anuláveis, enquanto que as vantagens pecuniárias recebidas pelos administradores sem consentimento da assembléia geral deverão ser entregues à companhia. Caso as vantagens recebidas não sejam de natureza pecuniária deverão ser apurados os prejuízos causados à companhia. Em todas as hipóteses, responderão os administradores pelos prejuízos causados, podendo ser responsabilizados nos termos do arts. 158 e 159 da Lei das S.A..

Importante notar que o rol de condutas vedadas aos administradores constante do parágrafo § 2º do art. 154 é meramente exemplificativo, não esgotando as possibilidades de condutas incompatíveis com o dever de lealdade e, mais especificamente, com o dever de atuação independente do administrador, previsto no *caput* do art. 154.<sup>144</sup>

---

<sup>143</sup> BALLANTINE, Henry. *Op. cit.* p. 202.

<sup>144</sup> Acerca desse dever, v. Capítulo III.

## Conclusão

Na presente monografia foram analisadas diferentes facetas e os diferentes deveres decorrentes do dever de lealdade, tal como o percebemos hoje, neste início de século, bem como as vedações expressamente previstas na legislação societária. A Lei das S.A. impõe aos administradores um padrão ético de conduta, evitando que os mesmos se aproveitem de sua posição dentro da companhia para obtenção de vantagens pessoais.

Como abordado no capítulo III, os administradores devem ser leais à companhia que representam – considerada no seu conjunto, como repositório de interesse de um sem número de *stakeholders*, incluindo acionistas, controladores e minoritários, credores, empregados, fisco e a comunidade em geral – e não ao acionista, ou grupo de acionistas, que os indicou. Sua conduta deve ser pautada pelos interesses da companhia, devendo a atuação se dar de maneira independente, buscando sempre a consecução dos objetivos sociais. A boa governança recomendaria, ainda, que fossem eleitos para a composição do conselho de administração conselheiros realmente independentes, que não apenas atendam aos atuais requisitos de independência, mas que passem a contar, também, com mandato certo, que evite a ameaça de destituição a qualquer tempo, para que sua independência não reste comprometida. Esse, porém, é um estágio de evolução ainda não alcançado pelas normas e regulamentos brasileiros, considerando-se não apenas a Lei, estrito senso, mas também as regras emanadas da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, aplicáveis aos segmentos especiais de listagem, como Novo Mercado e outros.

Outro importante aspecto acerca da conduta independente dos administradores diz respeito à sua vinculação ao acordo de acionistas. Conforme abordado no subitem III.II, adotando-se uma interpretação

lógico-sistemática da Lei das S.A., nem tudo é lícito regular por meio de acordo de acionistas, existindo questões e matérias de competência privativa dos administradores, de diferentes níveis, e que não poderiam ser validamente reguladas por acordos de acionistas. A questão, aqui, já extrapola a simples discussão da oponibilidade dos acordos de acionistas aos membros do conselho de administração, adentrando a nosso ver, a seara da invalidade jurídica, se não dos acordos, ao menos das disposições, que não produziriam efeitos jurídicos, não vinculando, portanto, os administradores. Não obstante, importante destacar que ao insurgir-se contra cláusula de acordo, cuja invalidade não tenha sido judicialmente reconhecida, o administrador se expõe ao risco de uma decisão futura em sentido diverso, o que sugere que proceda sempre com muita cautela.

Ainda sobre esse ponto, a atuação do administrador em consonância com o estabelecido no acordo de acionistas não impede que o mesmo seja responsabilizado caso sua conduta cause prejuízos à companhia, por uma interpretação sistemática do § 2º do art. 118 da Lei das S.A..

Durante a condução dos negócios sociais, os administradores se depararão com inúmeras oportunidades de negócio altamente lucrativas, pertencentes à companhia que representam. Nesses casos, não podem os administradores, entretanto, utilizar referidas oportunidades para satisfazer seus interesses pessoais, em detrimento do interesse social, conforme explicitado no capítulo IV.

A lealdade devida neste caso deve ser verificada em dupla perspectiva, sendo imposta aos administradores uma atuação negativa – não se aproveitar de oportunidades pertencentes à companhia – e uma atuação positiva, segundo a qual deve o administrador proteger os direitos da companhia e utilizar em proveito dela as oportunidades de seu interesse a que os administradores tenham acesso (art. 155, I e II).

Outra importante faceta do dever de lealdade, que chega a se misturar com os deveres de sigilo e de informar, é a vedação à prática do *insider trading*. Devem os administradores se abster de utilizar as informações a que têm acesso em seu benefício próprio, através da negociação com valores mobiliários. Essa prática, além de nociva aos acionistas, pode abalar a imagem da companhia, prejudicando, ainda, a confiabilidade do mercado de capitais, importante fonte de recursos para as sociedades.

Por outro lado, os administradores devem evitar que seus negócios pessoais entrem em conflito com os interesses da companhia, sendo minimizadas as situações de conflito de interesse. Como foi visto no capítulo VI, a Lei das S.A. não veda a celebração de contratos entre administradores e sociedade, devendo, porém, o contrato ser celebrado em condições de mercado. Recomenda-se, também, que a operação seja submetida a processo especial de aprovação, com o fornecimento de todas as informações aos demais administradores, encarregados da tomada de decisão. Realmente, nessas situações, o dever de lealdade impõe ao administrador em conflito que informe à sociedade acerca da natureza e da extensão do conflito de interesses, revelando ao órgão social encarregado de deliberar acerca da celebração do negócio todas as informações relevantes. Ademais, não pode o administrador votar, nem sequer participar, da deliberação acerca do tema, devendo se abster de exercer qualquer influência sobre o assunto.

O administrador que violar qualquer das condutas analisadas no presente trabalho poderá ser responsabilizado pelos danos que causar. Além disso, no caso das companhias abertas, pode a CVM instaurar o competente processo administrativo para apurar a responsabilidade do administrador, aplicando-lhe sanções administrativas. Além da responsabilização civil e

administrativa, pode o administrador ser exonerado do seu cargo, ficar impedido de ocupar cargo em outras sociedades e, até ser responsabilizado civil e criminalmente, no caso da prática de *insider trading*, dependendo dos contornos do caso concreto.

Conforme ressaltado ao longo do trabalho, não há uma definição legal do que seja “servir com lealdade à companhia”. Trata-se de conceito aberto, que requer interpretação. Consoante o entendimento da doutrina, o rol de condutas previstas na Lei das S.A. é meramente exemplificativo. O dever de lealdade é um instituto em constante evolução, devendo sempre ser interpretado de acordo com o estágio da atividade econômica e os preceitos éticos de cada época.

O dever de lealdade é caso típico de aplicação do método histórico-evolutivo de interpretação da norma jurídica. Como explica Vicente Ráo, ao discorrer sobre o método, o direito “não permanece aprisionado na letra da lei, nem no espírito que, em dado momento social, lhe ditou sua formulação em normas positivas. Seu significado, ao contrário, se transforma, como se transformam as situações de fato que visa disciplinar”<sup>145</sup>. O que hoje parece aceitável, pode deixar de sê-lo no futuro, de acordo com os ditames da boa-fé a cada momento.

A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa também tem trazido à luz novos aspectos do dever de lealdade dos administradores, que devem cada vez mais buscar uma atuação independente, protegendo os interesses de todos os *stakeholders*, sejam eles acionistas minoritários, empregados ou consumidores.

---

<sup>145</sup> RÁO, Vicente. *O Direito e a Vida dos Direitos*. v. I. t. II. São Paulo: Max Limonad, 1952. p. 613.

Como visto, cabe à doutrina e à jurisprudência, a partir desse arcabouço, explicitar condutas e especializar deveres, à vista das peculiaridades do caso concreto, delimitando e definindo a abrangência do dever de lealdade, que não pode ser interpretado como um conceito rígido, imutável, devendo sua aplicação se dar em consonância com o seu tempo.

## Bibliografia

AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Corporate Director's Guidebook*. Chicago, 2001. 1.632 p.

ARAGÃO, Paulo Cezar. *A Disciplina do Acordo de Acionistas na Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. In: LOBO, Jorge (Coord.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 367 – 384.

\_\_\_\_\_. *Conselheiros e Acordo de Acionistas*. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, p. 16, 07 out 2001.

BALLANTINE, Henry. *Ballantine on Corporations*. Chicago: Callaghan and Company, 1946. 992 p.

BERTOLDI, Marcelo. *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. 237 p.

BOCATER, Maria Isabel; CAMARGO, João Laudo de. *Conselho de Administração: seu Funcionamento e Participação de Membros Indicados por Acionistas Minoritários e Preferencialistas*. In: LOBO, Jorge (Coord.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 385 – 421.

\_\_\_\_\_. *Conselheiros-Laranja*. *O Globo*, Rio de Janeiro, p. 7, 15 out 2001.

BORBA, José Edwaldo. *Direito Societário*. 11<sup>a</sup> ed.. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. 327 p.

BRANCO, Adriano Castello. *O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2004. 152 p.

BULGARELLI, Waldirio. *Questões Atuais de Direito Empresarial*. São Paulo: Malheiros, 1995. 301 p.

CARVALHO, Gil Costa et al.. *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*. VIDIGAL, Geraldo; MARTINS, Ives Gandra (Coord). Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999. 956 p.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. v. II. Tomo III. Livro II. Campinas: Bookseller, 2001. 439 p.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º v. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. 824 p.

\_\_\_\_\_. *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Saraiva, 1984. 279 p.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S.A.*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 552.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. v. 2. 10ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2007. 516 p.

COELHO DA ROCHA, João Luiz. *Administradores, Conselheiros e Prepostos da Sociedade*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005. 186 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa*. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 17 set 2008.

COMPARATO, Fábio Konder. *Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. 374 p.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed.. Rio de Janeiro: Forense. 2005. 597 p.

EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. 610 p.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. 624 p.

FRANCO, Gustavo. A Nova Lei das SAs e o “Conselheiro Laranja”. *O Estado de São Paulo*, São Paulo p. 15, 30 set 2001.

GOWER, L. C. B.. *The Principles of Modern Company Law*. 2ª ed. London: Stevens & Sons Limited, 1957. 874 p.

HAMILTON, Robert. *The Law of Corporations*. 5ª ed.. St. Paul: West Group, 2000. 934 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 3ª ed.. São Paulo, 2004. 47 p.

LACERDA, J. C. Sampaio de; REQUIÃO, Rubens; LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros; BULGARELLI, Waldirio; CAMPIGLIA, Américo Oswaldo. *Comentários a lei das sociedades anônimas*. v. III. São Paulo: Saraiva, 1978/1980. 264 p.

LACERDA TEIXEIRA, Egberto; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. II. São Paulo: José Bushatsky, 1979. 438 p.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. Rio de Janeiro: Saraiva, 2006. 478 p.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & insider trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978. 202 p.

\_\_\_\_\_. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989. 295 p.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. 160 p.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira; NEY, Rafael de Moura Rangel. *Conflito de Interesses entre o Administrador e a Companhia – Inexistência de impedimento em votar em deliberação do conselho de administração da controlada, do qual é membro, que aprova concessão de mútuo à controladora, da qual é chefe do departamento jurídico*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. v. 144. p. 275-286.

MAGALHÃES, Roberto Barcellos de. *A Nova Lei das Sociedades por Ações Comentada*. v. II. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1977. 887 p.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 2. T. 1. Rio de Janeiro: Forense, 1978. 534 p.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito Administrativo Brasileiro*. 27ª ed. atual. por Eurico de Andrade Azevedo, Délcio Balestero Aleixo e José Emmanuel Burle Filho. São Paulo: Malheiros, 2002. 790 p.

MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha. *Da Boa Fé no Direito Civil*. Coimbra: Livraria Almedina, 2001. 1406 p.

NEGRÃO, Ricardo. *Manual de Direito Comercial e de Empresa*. v. 1. 3ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. 348 p.

NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993. 101 p.

PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. 260 p.

PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do "Insider Trading"*. Disponível em <[www.cvm.com.br](http://www.cvm.com.br)>. Acessado em 10 out 2008.

PONTES DE MIRANDA. *Comentários ao Código de Processo Civil*. Atualização de Sergio Bermudes. t. I. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995. 497 p.

\_\_\_\_\_. *Tratado de direito privado*. t. XLVII. 1ª ed. Atualizado por Vilson Rodrigues Alves. Campinas: Bookseller, 2006. 663 p.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. 352 p.

RÁO, Vicente. *O Direito e a Vida dos Direitos*. v. I. t. II. São Paulo: Max Limonad, 1952. 743 p.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. v. 2. 23<sup>a</sup> ed.. São Paulo: Saraiva, 2003. 325 p.

ROSMAN, Luiz Alberto. Acionistas e Administração. *Jornal do Brasil*, Rio de Janeiro, p. 08, 30 out 2001.

SAVITT, William. *A New New Look at Corporate Opportunities*. Disponível em <www.ssrn.com>. Acessado em 16 set 2008.

THE AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of Corporate Governance: analysis and recommendations*. v. I. St. Paul, 1994. 346 p.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997. 121 p.

\_\_\_\_\_. Modificações Introduzidas na Lei das Sociedades por Ações, Quanto à Disciplina da Administração das Companhias. In: LOBO, Jorge (Coord.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 423 – 452.

TUNC, André. *Le droit américain des sociétés anonymes*. Paris: Economica, 1985. 437 p.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações: comentário ao decreto-lei n. 2.627, de 26.09.40*. v. II. Rio de Janeiro: Forense, 1959. 534 p.

WALD, Arnaldo. *Sociedade Anônima: Do regime legal do conselho de administração e da liberdade de votos dos seus componentes*. Revista dos Tribunais. v. 630. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 1988. p. 09 – 19.

\_\_\_\_\_. *A Evolução do Regime Legal do Conselho de Administração, os Acordos de Acionistas e os Impedimentos dos Conselheiros Decorrentes de Conflitos de Interesses*. Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem. v. 11. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 2001. p. 13 – 30.

\_\_\_\_\_. *A Nova Lei das S.A.. Folha de São Paulo*, São Paulo, p. 14, 19 out 2001.