

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

GABRIELA ANDRADE GÓES

O DEVER DE LEALDADE NAS COMPANHIAS ABERTAS E O
DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

CURITIBA

2015

GABRIELA ANDRADE GÓES

O DEVER DE LEALDADE NAS COMPANHIAS ABERTAS E O
DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Direito no curso de graduação em Direito, setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Edson Isfer

CURITIBA

2015

RESUMO

O presente trabalho busca oferecer algumas considerações a respeito do papel exercido pelo dever de lealdade dos administradores, dos conselheiros fiscais e dos controladores de companhias abertas brasileiras, sob a ótica do desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Nesse sentido, analisa a hipótese de que esse dever de lealdade consiste em um fator que contribui para o desenvolvimento do referido mercado. Para realizar essa análise o presente trabalho, inicialmente, apresenta um breve histórico do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Em seguida, expõe uma síntese de quatro teorias acerca dos fatores necessários para o desenvolvimento dos mercados de capitais, em geral. Também é objeto de análise a relação existente entre o aludido desenvolvimento e a estrutura de propriedade acionária verificada nas sociedades anônimas abertas brasileiras, os custos de agência decorrentes do relacionamento entre os agentes que atuam nessas companhias e a possibilidade de extração de benefícios privados do controle por parte dos responsáveis pela condução de suas atividades. Uma vez construído esse aporte teórico, o trabalho analisa especificamente o dever de lealdade dos administradores, dos conselheiros fiscais e dos controladores de companhias abertas brasileiras. Tal análise foi realizada tanto por meio de revisão bibliográfica, quanto com base em decisões sobre o dever de lealdade proferidas pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Por fim, as conclusões apresentadas apontam para a confirmação da hipótese de que o dever de lealdade, nos termos apresentados, consiste em um fator que contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Palavras-chave: mercado de capitais; sociedade anônima aberta; deveres fiduciários; dever de lealdade.

ABSTRACT

This paper seeks to offer some thoughts about the role played by the duty of loyalty of directors, audit committee members and controllers of open companies, from the perspective of the development of the Brazilian capital market. In this context, it analyses the hypothesis that this duty of loyalty is a factor that contributes to the development of this market. To perform this analysis this paper initially presents a brief history of the development of the Brazilian capital market. Then exposes a synthesis of four theories about the factors required for the development of capital markets in general. It is also analysed the relationship between the aforementioned development and equity ownership structure observed in the Brazilian public corporations, agency costs arising from the relationship between the agents who work in these companies and the possibility of extraction of private benefits of control by those responsible for the conduct of its activities. Once built this theoretical framework, the work looks specifically at the duty of loyalty of the directors, the audit committee members and the controllers of Brazilian open companies. This analysis was carried out both by means of literature review, as based on decisions about the duty of loyalty made by the Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Finally, the conclusions points to the confirmation of the hypothesis that the duty of loyalty, in the terms presented, is a factor that contributes to the development of the domestic capital market.

Key words: capital markets; public company; fiduciary duties; duty of loyalty.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	07
1 BREVE PANORAMA HISTÓRICO DA DISCIPLINA JURÍDICA DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	11
2 CARACTERÍSTICAS NECESSÁRIAS PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO ACIONÁRIO.....	16
2.1 TEORIA <i>LAW AND FINANCE</i>	16
2.2 TEORIA DA DEPENDÊNCIA DE TRAJETÓRIA.....	18
2.3 TEORIA DAS NORMAS PRIVADAS.....	20
2.4 TEORIA POLÍTICA.....	22
3 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE, CUSTOS DE AGÊNCIA E BENEFÍCIOS PRIVADOS DO CONTROLE.....	24
3.1 A ESTRUTURA DA PROPRIEDADE ACIONÁRIA NAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS.....	24
3.2 OS CUSTOS DE AGÊNCIA.....	28
3.3 A EXTRAÇÃO DE BENEFÍCIOS PRIVADOS DO CONTROLE.....	31
4 O DEVER DE LEALDADE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS ABERTAS.....	34
4.1 O DEVER DE LEALDADE DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS ABERTAS.....	36
4.1.1 O DEVER DE LEALDADE E AS CONDUTAS PREVISTAS NO ART. 155, <i>CAPUT</i> E INCISOS, LEI 6.404/76.....	40
4.1.2 O DEVER DE LEALDADE E O INSIDER TRADING - ART. 155, §§1º À 4º, LEI 6.404/76.....	47
4.1.3 O DEVER DE LEALDADE E O CONFLITO DE INTERESSES - ART. 156, LEI 6.404/76.....	50
4.1.4 O DEVER DE NÃO CONCORRER COM A COMPANHIA.....	55
4.2 O DEVER DE LEALDADE DOS MEMBROS DO CONSELHO FISCAL.....	56
4.3 O DEVER DE LEALDADE DO ACIONISTA CONTROLADOR.....	56
4.3.1 O ENUNCIADO GERAL DO DEVER DE LEALDADE - ART. 116, PARÁGRAFO ÚNICO, LEI 6.404/76.....	58
4.3.2 O ABUSO DO DIREITO DE VOTO E O CONFLITO DE INTERESSES - ART. 115, LEI 6.404/76.....	59

4.3.3 O ABUSO DO PODER DE CONTROLE - ART. 117, LEI 6.404/76.....	64
5 A APLICAÇÃO DO DEVER DE LEALDADE PELO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	68
5.1 O DEVER DE LEALDADE DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS ABERTAS.....	69
5.1.1 CONDUTAS PREVISTAS NO ART. 155, <i>CAPUT</i> E INCISOS, LEI 6.404/76..	69
5.1.2 CONDUTAS PREVISTAS NO ART. 155, §§1º À 4º, LEI 6.404/76.....	71
5.1.3 CONDUTAS PREVISTAS NO ART. 156, LEI 6.404/76.....	74
5.2 O DEVER DE LEALDADE DO ACIONISTA CONTROLADOR.....	75
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	78
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	81

INTRODUÇÃO

As sociedades anônimas foram concebidas, ao menos formalmente, para estruturar grandes empreendimentos. Isso pode ser percebido desde o seu surgimento no período das grandes navegações, perpassando pela Revolução Industrial e perdurando até os dias atuais. Se consideradas apenas numericamente, as sociedades anônimas, sobretudo as abertas, são pouco expressivas. Contudo, quando a análise passa a considerar aspectos de natureza econômica, tais como lucro, faturamento e número de empregos gerados, é incontestável a sua preponderância sobre as demais sociedades. É característica da sociedade anônima aberta, portanto, a influência que sua forma de atuação possui não apenas sobre seus acionistas, mas também sobre os seus diversos empregados, colaboradores, fornecedores, investidores, consumidores e, ainda, sobre a comunidade em geral (ADAMEK, 2009, p.2-4 e p.112).

Há, portanto, um interesse público na atuação das companhias abertas, sendo ela objeto de regulação pelo direito. Do fato das companhias abertas albergarem grandes empreendimentos também decorre a existência de muitos casos em que os investidores, particulares ou institucionais, não interferem na gestão cotidiana do empreendimento, ficando a condução efetiva da empresa a cargo dos controladores ou, mais diretamente, dos administradores. Com isso, a liberdade de atuação dos administradores e controladores é aumentada, o que, porém, facilita a ocorrência de abusos por parte desses agentes. O direito reconhece tal realidade, mas não sanciona a existência do poder em si, até mesmo porque esse é indispensável ao funcionamento das companhias. O que ele faz é conformar o exercício desse poder, de modo tal que o direito societário assume, nesse aspecto, uma função tríplice, qual seja, a de organizar e conformar o poder de controle e de arbitrar os vários conflitos de interesses existentes dentro e fora da companhia (ADAMEK, 2009, p. 6).

Torna-se, assim, importante o estudo das normas que regem essa dinâmica. Dentre essas normas, uma importante seção corresponde àquelas que regulam o comportamento dos responsáveis por conduzir as atividades desempenhadas pelas companhias, bem como daqueles responsáveis por fiscalizar a atuação desses primeiros. A primeira vista, é a Assembleia Geral o órgão societário responsável pela condução das atividades das companhias, na medida em que, conforme o art. 121,

da Lei 6.404/76, é esse o órgão que “tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”. Sendo as decisões na assembleia geral tomadas com base princípio majoritário, quem possui a maioria nessa assembleia, detém o controle e, assim, governa a sociedade, elegendo seus diretores, membros do conselho fiscal e, por via deles, toma todas as decisões para a condução da sociedade (BULGARELLI, 1987, p. 148).

Portanto, na condução das atividades desempenhadas pela companhia, também é importante o papel exercido pelos seus administradores, entendendo-se esses como os membros do conselho de administração e os diretores. Isso porque, cabe ao conselho de administração exercer algumas das atribuições da Assembleia Geral, bem como eleger os diretores, autorizar a prática de determinados atos de gestão e acompanhar, fiscalizando e orientando, a prática dos negócios sociais (GONÇALVES NETO, 2005, p. 177). A função desempenhada pelos diretores, por sua vez, ganha destaque na medida em que é a diretoria o órgão que exterioriza e executa a vontade social; que age e representa a sociedade nas suas relações externas com terceiros (GONÇALVES NETO, 2005, p. 175 e 195) e que faz realizar o objeto social, assumindo direitos e obrigações em nome da sociedade (VERÇOSA, 2014, p. 391)

Como destacado anteriormente, há a possibilidade de que tais administradores, assim como os controladores atuem de modo abusivo, prejudicando os acionistas minoritários. Assim, para que se tenha um controle mais efetivo da gestão social é que existe o conselho fiscal, sendo esse o “órgão de controle das atividades sociais, através do qual o acionista realiza, indiretamente, a sua fiscalização e o acompanhamento da gestão” (GONÇALVES NETO, 2005, p. 218). Na medida em que revela aos acionistas o comportamento dos administradores e o andamento dos negócios da companhia, tem também o conselho fiscal um importante papel na vida da sociedade anônima (GONÇALVES NETO, 2005, p. 218).

Diante disso, são de grande importância as normas atinentes aos deveres dos acionistas controladores, dos administradores e dos membros do conselho fiscal de companhias abertas, as quais fixam os padrões de comportamento desses e estabelecem as suas responsabilidades. Tal relevância é notável, especialmente, diante do contexto do histórico de desenvolvimento do mercado de capitais

brasileiro, a partir do qual se observa a necessidade de estabelecimento e de aprimoramento do sistema de proteção das minorias acionárias. Em sendo o dever de lealdade dos administradores, dos membros do conselho fiscal e dos controladores de companhias abertas um dos aspectos integrantes desse sistema de proteção, o presente trabalho pretende oferecer algumas considerações a respeito da sua conformação diante do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Para tanto, inicialmente serão tecidas breves considerações a respeito do histórico de desenvolvimento do mercado de capitais nacional, com o objetivo de situar o dever de lealdade enquanto parte do sistema jurídico de proteção das minorias acionárias.

Em um segundo momento, o estudo será dirigido à análise de algumas teorias a respeito dos fatores necessários para o desenvolvimento dos mercados de capitais, a partir do que se objetiva obter aportes teóricos para a caracterização do papel exercido pelo dever de lealdade - enquanto um instrumento de proteção dos acionistas minoritários - no referido desenvolvimento.

Também se costuma apontar na literatura a relação verificada entre o desenvolvimento do mercado de capitais e os três seguintes fatores: estrutura de propriedade acionária das companhias abertas, custos de agência decorrentes do relacionamento entre os que nela atuam e possibilidade de extração de benefícios privados do controle por parte daqueles que a conduzem. O terceiro capítulo deste trabalho buscará analisar alguns dos contornos dessa relação, almejando identificar o papel desempenhado pelo dever de lealdade na redução dos custos de agência, dos benefícios privados do controle e, em última análise, no desenvolvimento do mercado de capitais.

Uma vez construídos tais aportes teóricos, será analisada a temática específica do dever de lealdade dos administradores, conselheiros fiscais e controladores das companhias abertas brasileiras. Com isso, buscar-se-á identificar os dispositivos legais e as condutas a que se refere esse dever, bem como apontar alguns aspectos controversos a respeito da temática.

Como será demonstrado adiante, o dever de lealdade se encontra estruturado com base em um padrão geral de conduta, o que será contrastado com a atuação específica dos agentes nos casos concretos. Diante disso, o quinto e último capítulo deste trabalho discorrerá brevemente acerca de casos julgados pelo

Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), com o objetivo de verificar empiricamente a aplicação dos preceitos apresentados no capítulo anterior.

1 BREVE PANORAMA HISTÓRICO DA DISCIPLINA JURÍDICA DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Este capítulo inicial, a partir da descrição da formação e da evolução do mercado de capitais brasileiro, identifica o dever de lealdade enquanto parte do sistema jurídico de proteção das minorias acionárias. Para tanto, há que se analisar os pontos centrais do processo de formação e de evolução do referido mercado.

A partir do ano de 1964, passou a vigorar no Brasil uma nova visão acerca do processo de desenvolvimento econômico. De acordo com esse novo modelo o desenvolvimento econômico estava, em grande parte, relacionado ao desenvolvimento financeiro, ou seja, das estruturas de captação e alocação de recursos (YAZBEK, 2011, p. 85). Nesse contexto, foi elaborado o Programa de Ação Econômica do Governo - PAEG, sendo o aperfeiçoamento do sistema financeiro e do mercado de capitais nacional um de seus pontos importantes. Para tanto, buscou-se a reformulação do sistema através da elaboração de um conjunto de reformas institucionais, o que resultou na promulgação de diversas leis entre os anos de 1964 e 1965¹ (MATTOS FILHO; PRADO, 2011, p. 194-195).

Até então, o mercado de capitais nacional não havia desfrutado de um desenvolvimento significativo. Diversos fatores contribuía, em diferentes graus, para tal diagnóstico: havia um ambiente cronicamente inflacionário; as Bolsas encontravam-se má organizadas; os corretores públicos monopolizavam as negociações em Bolsa; a legislação não resguardava os direitos dos acionistas minoritários, dentre outros (MACARINI, 2008, p. 153).

À época, a escassez de crédito de longo prazo para financiamento da atividade econômica das empresas nacionais consistia em um dos pontos problemáticos para o crescimento econômico. Assim, o governo defendeu o fortalecimento do mercado de capitais, em especial, do mercado de ações. Mais do que isso, pretendia-se a democratização das empresas nacionais, sendo idealizado um modelo de financiamento dessas com a ampla captação de recursos na poupança popular. Entretanto, as reformas institucionais de 1964 e 1965 não foram suficientes para atingir tais objetivos, diante do que, ao lado das leis que davam base às instituições do mercado, o governo utilizou-se de mecanismos tributários

¹ Dentre tais leis destacam-se: Lei 4.595/64; Lei .380/64; Lei 4.357/64; Lei 4.506/64 e Lei 4.728/65.

para incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais (MATTOS FILHO; PRADO, 2011, p. 195).

Foi o Decreto-lei n. 157 de 1967 que deu base ao sistema de incentivos fiscais conhecido como Fundos 157. O título do referido Decreto-lei indica que esse objetivava, entre outras coisas, conceder incentivos fiscais à capitalização das empresas e reforçar os incentivos à compra de ações. David Trubek, José Hilário Gouvêa Vieira e Paulo Fernandes de Sá (2011, p. 152), em obra que analisa o tema, descrevem o sistema nos seguintes termos:

Todos os contribuintes do imposto de renda, inclusive firmas, podem, em vez de pagar uma certa porcentagem do imposto devido, aplicar tais quantias na aquisição de “certificados de compra de ações” (“CCA”) ou em contas de depósito especial. Os CCAs só podem ser emitidos por instituições financeiras autorizadas e unicamente bancos de investimento podem receber depósitos. A instituição financeira eleita, por sua vez, pode, apenas, utilizar estes fundos na compra de ações ou debêntures conversíveis de companhias que satisfaçam aos requisitos concretos do art. 7º. (TRUBEK; VIEIRA; SÁ, 2011, p. 152).

Em resumo, com o mecanismo 157 capitalizava-se determinada companhia com os recursos subtraídos do total devido ao governo. Importante observar que esse mecanismo buscou também ensinar o acionista controlador a conviver com o acionista de mercado, e este com o primeiro. Isso com o objetivo de desenvolver uma nova mentalidade econômica, com a criação de uma nova cultura de investimentos (MATTOS FILHO; PRADO, 2011, p. 197). Entre os resultados produzidos pelo referido instrumento de incentivo fiscal, verifica-se que esse, por um longo tempo, foi capaz de canalizar volumosos montantes de pessoas físicas para o mercado de ações (MATTOS FILHO; PRADO, 2011, p. 205).

Entretanto, Ary Oswaldo Mattos Filho e Viviane Muller Prado (2011, p. 205) destacam que essas pessoas pretendiam apenas deixar de pagar o imposto de renda para posteriormente resgatar o dinheiro correspondente aos seus títulos. Ou seja, não tinham propriamente interesse em se tornarem investidores do mercado. O mesmo ocorria com relação às companhias, que objetivavam apenas receber recursos de maneira facilitada e mais barata que o captado no sistema bancário.

Os anos de 1970 e 1971, por sua vez, foram marcados por uma grande especulação nas bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo (MATTOS FILHO; PRADO, 2011, p. 206). Verificou-se nesse período uma altíssima rentabilidade a curto prazo propiciada pela Bolsa, o que seduziu o pequeno investidor e levou

alguns deles a, inclusive, desfazer-se de bens e buscar empréstimos bancários para investir na Bolsa (MACARINI, 2008, p. 162). Após atingir o ponto máximo em meados de junho, o movimento especulativo arrefeceu, o que representou a perda dos investimentos, especialmente por parte dos investidores não profissionais. Diante disso, Ary Oswaldo Mattos Filho e Viviane Muller Prado observam que a crise de 1971 do mercado acionário reforçou a ideia da necessidade de proteção dos investidores (2011, p. 207).

Com a referida crise restou evidenciada a necessidade de aperfeiçoamento da regulamentação do mercado. O passo seguinte, então, consistiu na elaboração de um novo regime para as sociedades que optassem por captar recursos de longo prazo junto ao grande público, um regime que também auxiliasse a atrair os potenciais investidores, mediante a criação de instrumentos adequados e de um regime mais protetivo (YAZBEK, 2011, p. 86). Assim, em 1976 foi promulgada a Lei 6.404 que reformulou o regime jurídico aplicável às sociedades por ações e a Lei 6.385 que remodelou os mecanismos de regulação do mercado, tendo criado a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e disposto sobre a sua atuação (YAZBEK, 2011, p. 87).

Calixto Salomão Filho (2006, p. 98) observa que o legislador buscou incentivar as grandes empresas com o auxílio à concentração empresarial e com a facilitação da capitalização das empresas através do mercado acionário. Diante disso, foi necessário criar regras que permitissem proteger os investidores contra o arbítrio dos sócios controladores, através de um sistema de proteção das minorias acionárias baseado na institucionalização dos poderes e deveres do acionista controlador e dos administradores. O art. 116², parágrafo único, da Lei 6.404/76 deixa clara essa tendência ao prever que o acionista controlador deve lealmente respeitar e atender os direitos e interesses dos demais acionistas, dos sujeitos que trabalham na empresa e da sociedade em geral.

Posteriormente, na década de 1990 verifica-se o crescimento da importância relativa do mercado de capitais no Brasil. Antonio Gledson de Carvalho (2000, p. 597) observa que mudanças no quadro macroeconômico e regulatório, tais como a estabilização da economia, a abertura comercial e para investimentos estrangeiros

² “Art.116. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

em bolsas, tornaram o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais. Resultado disso, foi a entrada significativa de investimentos externos direcionados ao mercado de capitais. Entretanto, já no final da década de 1990 verifica-se uma forte contração desse (CARVALHO, 2000, p. 596).

Importante observar também que, visando facilitar o processo de privatização verificado a partir da década de 1990, a Lei 6.404/76 foi reformada em 1997 pela Lei 9.457, a qual retirou determinados direitos de acionistas minoritários (YAZBEK, 2001, p. 87). Érica Gorga (2013, p. 27) destaca a postura incongruente adotada pelo Estado nesse aspecto. Isso porque, o governo objetivava fomentar o desenvolvimento do mercado com o processo de privatização, mas acabou reduzindo consideravelmente os direitos dos acionistas minoritários, o que gerou instabilidade.

Ao final da década de 1990 verificou-se, então, que o mercado de ações brasileiro tinha pouca efetividade na canalização da poupança para o setor produtivo, não consistindo em uma verdadeira fonte de financiamento dos projetos de expansão das empresas nacionais (MATTOS FILHO; PRADO, 2011, p. 217). Diante desse quadro, a Bolsa de Valores de São Paulo buscando reverter tal tendência de retração, contratou um grupo de especialistas para identificar os problemas do mercado acionário brasileiro e apontar possíveis soluções para o seu crescimento. O resultado foi a criação, em dezembro de 2001, pela Bolsa de Valores de São Paulo, dos segmentos diferenciados de governança corporativa denominados Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2.

Ary Oswaldo Mattos Filho e Viviane Muller Prado (2011, p. 225) afirmam que a utilização desses segmentos foi gradual, bem como que

A iniciativa de autorregulação da BM&FBovespa teve papel determinante para a configuração atual do mercado de ações, em especial, no aperfeiçoamento das regras que foram seguidas pelas novas empresas que buscaram o mercado de ações para sua capitalização e pelos investidores no mercado acionário. (MATTOS FILHO; PRADO, 2011, p. 227)

Além dessa alteração na regulação privada da BM&FBovespa, a regulamentação estatal também foi modificada com o advento da Lei 10.303/2001 que reformou a Lei das S.A e a Lei do Mercado de Capitais. Otávio Yazbek (2011, p.87) observa que a Lei 10.303/2001 incorporou ao regime legal novas regras protetivas dos investidores de mercado, consistindo em uma reação às alterações

normativas da Lei 9.457/97. Dentre essas regras verifica-se a redução do percentual máximo para a emissão de ações preferenciais para 50% do capital social, modificação das regras de acordo de acionistas e de participação dos minoritários no Conselho de Administração e no Conselho Fiscal e, ainda, o reestabelecimento do direito de *tag along* aos titulares de ações ordinárias, por 80% do preço pago pelas ações do bloco de controle (MATTOS FILHO; PRADO, 2011, p. 228).

No que tange à reforma da Lei do Mercado de Capitais destaca-se a criminalização da prática de *insider trading*, de manipulação do mercado e exercício irregular de atividade no mercado de valores mobiliários. Em seguida, no ano de 2002 a CVM passou a ter maior autonomia administrativa enquanto instituição reguladora e fiscalizadora desse mercado.

Outro aspecto marcante, verifica-se em 2007, quando houve uma mudança nas estruturas das Bolsas, sendo a Bovespa transformada em sociedade anônima, deixando de ser uma associação de seus corretores e abrindo o seu capital. O mesmo processo ocorreu com relação à Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo - BM&F, havendo em 2008 a fusão entre essas duas bolsas, o que deu surgimento à BM&FBovespa (MATTOS FILHO; PRADO, 2011, p. 229).

Por todo o exposto, verifica-se que o processo de criação e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro passou por momentos de ascensão e declínio. A partir do breve panorama histórico apresentado pode-se perceber, ainda que de maneira introdutória, a relevância atribuída aos mecanismos de proteção da minoria acionária para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro. Entre esses mecanismos, como será melhor explicitado adiante, situa-se o dever de lealdade de sócios controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal. Sendo assim, cumpre analisar mais atentamente o papel desempenhado pelo dever de lealdade, enquanto mecanismo de proteção da minoria acionária, para o desenvolvimento do mercado de capitais. Para tanto, a seguir, serão verificadas as teorias que discorrem acerca das características necessárias para o desenvolvimento do referido mercado.

2 CARACTERÍSTICAS NECESSÁRIAS PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO ACIONÁRIO

O estudo do papel exercido pelo dever lealdade, enquanto instrumento de proteção da minoria acionária, para o desenvolvimento do mercado de capitais, exige que sejam feitas considerações a respeito dos fatores necessários para dito desenvolvimento. Nesse sentido, cumpre analisar algumas das teorias formuladas pela doutrina que buscam explicar tais fatores.

Desde o final da década de 1990 observa-se o surgimento de teorias acerca do mercado de capitais, mais especificamente, acerca das condições necessárias para o seu desenvolvimento e das causas de sua incipiência. Surge, inicialmente, a teoria denominada *Law and Finance*, segundo a qual o Direito é o principal fator para o desenvolvimento do referido mercado, na medida em que assegura proteção aos acionistas minoritários e cria um ambiente favorável à pulverização da propriedade acionária (GORGA, 2013, p. 89).

Entretanto, muitas foram as críticas empreendidas a essa literatura. Diante disso, surgiram ao longo dos anos outras teorias que buscam enfatizar o papel de fatores como a dependência de trajetória, as regras de auto regulação privada e o ambiente político. Assim, ao lado da teoria do *Law and Finance*, serão estudadas as teorias da dependência de trajetória, das normas privadas e, por fim, a teoria política.

Ressalta-se, apenas, que a análise que será aqui desenvolvida não pretende aprofundar a temática, objetivando simplesmente traçar os principais aspectos de cada uma dessas teorias.

2.1 TEORIA *LAW AND FINANCE*

Rafael La Porta, Andre Shleifer, Florencio Lopez-de-Silanes e Robert W. Vishny publicaram uma série de artigos em que expõem as ideias que deram origem a essa teoria. Nesses artigos, discutem normas jurídicas que protegem investidores e apresentam evidências empíricas de que a legislação societária impacta o desenvolvimento dos mercados de capitais e de crédito.

No artigo intitulado *Law and Finance*, os autores La Porta, Shleifer, Lopez-de-Silanes e Vishny (1996, p. 4) examinam empiricamente como variam as normas

que protegem investidores em diferentes países e o seu grau de *enforcement*, bem como a forma pela qual essas variações importam na distribuição da propriedade acionária ao redor do mundo. Da análise empreendida, destacam que uma proteção dos investidores inadequada pode ser custosa. Isso porque:

Especificamente, se pequenos investidores não são protegidos, as companhias não seriam capazes de arrecadar recursos financeiros deles, e empreendedores não seriam capazes de diversificar suas fontes. Assim, a alta concentração da propriedade acionária parece ser um sintoma de um mercado de capitais com fraco funcionamento. (LA PORTA; SHLEIFER; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 1996, p. 41)³.

Segundo os autores a proteção aos investidores é crucial, uma vez que em diversos países a expropriação de acionistas minoritários e credores por parte dos acionistas controladores é intensa (LA PORTA; SHLEIFER; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 2000, p. 4). Isso ocorre devido ao fato de que quando os direitos dos investidores são insuficientemente protegidos e a expropriação é consideravelmente factível, o controle da companhia adquire um valor muito grande, uma vez que confere aos controladores uma verdadeira oportunidade de expropriação (LA PORTA; SHLEIFER; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 2000, p. 13).

Nesse sentido, conforme a literatura do *Law and Finance* os países que conferem melhor proteção jurídica aos investidores têm mercados de capitais e de crédito mais desenvolvidos, ou seja, que proporcionam às sociedades melhores oportunidades de financiamento externo (GORGA, 2013, p. 91). A lógica dessa teoria, conforme apresentada por Érica Gorga é a seguinte:

(...) quando os investidores são protegidos de expropriação pelos acionistas controladores e administradores, eles pagam preços mais altos pelos valores mobiliários, cuja emissão tornar-se-á mais atraente para empresários que buscam financiamento. Tal ambiente de forte proteção a investidores é propenso para a dispersão da propriedade acionária. Contrariamente, quando os administradores têm oportunidades de expropriar os investidores sem serem punidos, os investidores descontarão os preços dos valores mobiliários e o mercado tenderá a ser menor e incapaz de prover boas oportunidades de financiamento para as sociedades. (GORGA, 2013, p. 92).

³ Tradução livre de: *Specifically, if small investors are not protected, companies would not be able to raise capital from them, and entrepreneurs would not be able to diversify their holdings. High ownership concentration, then, may be a symptom of a poorly functioning capital market.*

Em suma, a importância que os mercados de capitais assumem nos diversos países, depende fundamentalmente da qualidade da proteção conferida aos investidores (CARVALHO, 2000, p. 621). Conseqüentemente, os defensores dessa teoria identificaram que os países que oferecem maior proteção aos acionistas minoritários apresentam:

1) mercados acionários relativamente maiores; 2) menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; 3) maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população); 4) maior número de IPOs (normalizado pelo tamanho da população). Adicionalmente, 5) as empresas captam mais recursos via mercado acionário; e 6) a avaliação de mercado das empresas, medidos por meio da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior. (CARVALHO, 2000, p. 621).

Entretanto, a tese defendida pela teoria *Law and Finance* tem enfrentado críticas de diversas naturezas. Destacam algumas a título exemplificativo: (a) crítica à metodologia utilizada, elaborada por Holger Spamann; (b) ao oferecimento, de fato, de mais eficiência e vantagens econômicas pela estrutura de propriedade dispersa, desenvolvida por Brian Cheffins; (c) crítica à análise empírica sobre a estrutura de propriedade das companhias americanas, empreendida por Holderness (GORGA, 2013, p. 94-97).

Ary Oswaldo Mattos Filho e Viviane Muller Prado (2011, p. 220) também apresentam alguns pontos academicamente criticáveis dessa linha de pensamento, os quais se referem a classificação rígida dos países segundo os sistemas de *common law* e *civil law* utilizada pelos autores, bem como a aspectos metodológicos e de qualidade dos dados utilizados no estudo.

Frente a essas e outras críticas, os proponentes da teoria em questão apresentaram contra-argumentos e revisaram a metodologia adotada. Destaca-se, nesse sentido, que passaram realizar uma análise mais abrangente, admitindo a influência de aspectos como cultura, história e política sobre as normas e resultados econômicos (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 2008, p. 310).

2.2 TEORIA DA DEPENDÊNCIA DE TRAJETÓRIA

Dentre as teorias alternativas que surgiram para além da apresentada anteriormente, destaca-se a desenvolvida por Bebchuk e Roe.

A teoria da dependência de trajetória no campo das estruturas societárias foi desenvolvida pelos referidos autores, tendo como foco o modo pelo qual a dispersão ou a concentração relativa da propriedade afetará como a companhia será gerida e como as formas organizacionais irão evoluir. Bebchuk e Roe retratam dois tipos de dependência de trajetória: uma ocasionada por estruturas (*structure-driven path dependence*) e outra por regras (*rule-driven path dependence*) (GORGA, 2013, p. 101-102).

A primeira delas refere-se ao “efeito direto de estruturas iniciais de propriedade acionária em estruturas de propriedade subsequentes⁴” (BEBCHUK; ROE, 1999, p. 129), enquanto o segundo tipo de dependência de trajetória advém do “efeito que as estruturas iniciais de propriedade acionária possuem sobre estruturas subsequentes, a partir do seu efeito nas regras jurídicas que dispõem sobre as sociedades⁵” (BEBCHUK; ROE, 1999, p. 129).

Assim, quanto a dependência de trajetória ocasionada por estruturas, os autores apontam duas razões que levam à sua configuração. A primeira razão está relacionada à eficiência, no sentido de que as estruturas originárias de propriedade acionária afetam a definição de qual estrutura subsequente será eficiente para a companhia. Ou seja, a definição de uma estrutura eficiente depende das estruturas anteriores. Interessante observar que, por essa teoria, mesmo estruturas de propriedade que sejam ineficientes podem persistir. Isso porque, segundo os autores, o que determina a possibilidade de a concentração de propriedade acionária persistir é o tamanho dos benefícios privados do controle. Desse modo, quanto maiores forem os benefícios privados do controle, maiores as possibilidades de a estrutura persistir, ainda que essa seja ineficiente. Já a segunda razão para tal dependência refere-se a constatação de que as estruturas iniciais devem persistir porque os agentes que usufruem de rendas com base nessas estruturas possuem tanto incentivos, quanto poder para impedir essas sejam alteradas. (BEBCHUK; ROE, 1999, p. 148, 153).

A dependência de trajetória ocasionada por regras, por sua vez, diz respeito aos efeitos que as estruturas iniciais de propriedade produzem sobre as futuras normas jurídicas, as quais, ao seu turno, afetam futuras decisões sobre essas

⁴ Tradução livre de: “(...) concerns the direct effect of initial ownership structures on subsequent ownership structures”.

⁵ Tradução livre de: “(...) arises from the effect that initial ownership structures have on subsequent structures through their effect on the legal rules governing corporations”.

estruturas. (BEBCHUK; ROE, 1999, p.154). Nesse sentido, os autores afirmam que a escolha por determinadas regras jurídicas, que disciplinam as sociedades, depende do padrão de propriedade existente. Isso porque, os grupos de interesse influenciam na definição das leis e, assim, as regras societárias podem depender do poder relativo que certos grupos de interesse podem exercer para a sua adoção. A existência de tais grupos de interesse, por sua vez, está intimamente ligada com as estruturas de propriedade existentes em um determinado país:

já que o controle dessas estruturas tornará os grupos mais influentes aptos a lutar por políticas que se adequem aos seus interesses, tornando mais provável que o país apresente, no futuro, dependência de trajetória quanto às normas societárias historicamente adotadas". (GORGA, 2013, p. 107).

Entretanto, Érica Gorga (2013, p. 107-108) apresenta uma ressalva quanto a essa teoria, tratando dos casos dos Estados Unidos e da Inglaterra, países com o maior grau de propriedade difusa. Segundo a autora, quando observamos historicamente a evolução da propriedade acionária nesses países, percebe-se que a sua organização empresarial não foi iniciada a partir da estrutura de propriedade dispersa, mas houve uma transição entre a estrutura de propriedade concentrada e a dispersa. Assim, Gorga ressalta que esses dois países romperam com a dependência de trajetória que, segundo a tese de Bebchuk e Roe, poderia ter se instalado com relação à manutenção das estruturas de propriedade concentrada.

Vê-se, portanto, que a dependência de trajetória pode ser rompida. Isso pode ser possível a partir de uma série de fatores que conjuntamente incentivem as sociedades a adotar novas formas organizativas, que contribuam para o seu desenvolvimento. A análise desses fatores, realizada por John Coffee Jr., deu origem à teoria das normas privadas, a qual se passa a expor (GORGA, 2013, p. 108).

2.3 A TEORIA DAS NORMAS PRIVADAS

O estudo de John Coffee surge para explicar os fatores que possibilitaram a transição das estruturas de propriedade acionária nos Estados Unidos e na Inglaterra, de concentradas para dispersas. Inicialmente, é preciso esclarecer que o termo normas privadas refere-se:

as normas não criadas pelo direito positivo estatal. Tais normas podem ser criada por instituições autorregulatórias como bolsas de valores, tendo assim um caráter de normas formais explícitas, ainda que não estatais, ou podem ainda ser normas informais originadas espontaneamente na sociedade que não são passíveis de serem cumpridas judicialmente. Tais normas informais são também denominadas “normas sociais”. (GORGA, 2013, p. 108)

Na sua investigação, Coffee destaca que durante o período de separação entre propriedade e controle ocorrido nos Estados Unidos e na Inglaterra, não havia uma proteção jurídica significativa aos minoritários, sendo, portanto, a experiência desses países contrária à tese de La Porta, Shleifer, Lopez-de-Silanes e Vishny, segundo a qual a proteção jurídica aos minoritários é necessária à pulverização da propriedade acionária. (COFFEE, 2001, p. 7). Já para Coffee, o principal fator para o desenvolvimento da dispersão da propriedade acionária nesses países, foi a existência de um setor privado relativamente livre de interferência governamental direta (COFFEE, p. 78). Isso porque, esse fator “propiciou o surgimento de sistemas de autorregulação administrados pelo setor privado para disciplinar a conduta nos mercados, por intermédio de normas privadas” (GORGA, 2013, p. 109).

Segundo o autor, mesmo na falta de uma adequada proteção jurídica aos minoritários e estando presentes altos benefícios privados do controle, os atores privados podem se portar de modo a sinalizar aos acionistas minoritários que esses não serão expropriados. (COFFEE, 2001, p. 8) Assim, Coffee (2001, p. 60) defende que um mercado de capitais forte depende da existência de sólidos direitos da minoria acionária, a qual pode advir de diversas fontes de forma isolada ou combinada, sendo tais fontes correspondentes a formas legislativas, judiciais ou de autorregulação. Assim, o processo pelo qual tais direitos são consolidados poderia iniciar com práticas de autorregulação, o que criaria novos direitos que, posteriormente, seriam transformados em leis (COFFEE, 2001, p. 60).

Ademais, a teoria das normas privadas desenvolvida por John Coffee sugere que as companhias que por si só desenvolvem mecanismos de proteção aos interesses dos acionistas minoritários, para além do nível de proteção exigido legalmente ou implementado judicialmente, podem melhorar significativamente os preços de suas ações (COFFEE, 2001, p. 2153). Segundo o autor:

Essa engenharia legal criativa pode mais do que pagar por si mesma, pois algumas evidências já sugerem que as empresas em países com sistemas legais fracos podem mais do que duplicar o preço das suas ações por meio de medidas de auto-ajuda. (COFFEE, 2001, p. 2153)⁶.

Tais mecanismos ganham ainda mais importância quando as normas estatais não protegem adequadamente os acionistas, uma vez que podem oferecer um substituto funcional para a lei. Em sentido contrário, quando os direitos e remédios jurídicos protegem adequadamente os investidores, há uma necessidade menor de as companhias sinalizarem suas intenções de observação de padrões que já são legalmente obrigatórios ou de desenvolverem mecanismos alternativos que confirmam tal proteção (COFFEE, 2001, p. 2175-2176) .

Em suma, observa-se em tal teoria a relevância atribuída às normas privadas como fator de desenvolvimento do mercado de capitais. Parte-se então para o estudo da quarta teoria a respeito das características necessárias ao desenvolvimento desse mercado.

2.4 TEORIA POLÍTICA

Em linhas gerais, essa vertente criada por Mark J. Roe enfatiza que condições políticas favoráveis são necessárias para que um país possa desenvolver o seu mercado de capitais. O autor analisa empiricamente os casos de países como a Suécia, Dinamarca e Finlândia que têm estruturas de propriedades muito concentrada, mas que protegem significativamente os acionistas minoritários, e conclui que não há correlação necessária entre a qualidade do direito societário e a separação entre propriedade e controle em nações ocidentais de economias desenvolvidas (GORGA, 2013, p. 124).

Diante disso, Roe introduz o elemento político como um fator determinante para o desenvolvimento do mercado. Isso porque, para Roe:

As democracias sociais existentes nesses países pressionam administradores a estabilizar níveis de emprego, a não incorrer em riscos que, mesmo que visem maximizar os lucros, possam significar prejuízos para os empregados. Assim, as pressões do ambiente político da democracia social induzem os administradores a não promover a

⁶ Tradução livre de: *Such creative legal engineering can more than pay for itself because some evidence already suggests that corporations in countries with weak legal systems can more than double their stock price through such self-help measures.*

maximização de riqueza aos acionistas, sendo aí encontrados os fatores determinantes dos altos custos de agência, os quais o direito não pode reduzir completamente. (GORGA, p. 124)

Diante disso, o autor defende que países governados por grupos políticos social-democratas têm maior concentração acionária do que os governados por grupos liberais. Segundo Mark Roe, então, os fatores políticos são determinantes para o desenvolvimento dos mercados de capitais, de tal forma que as instituições jurídicas teriam um papel mais restrito.

Em síntese, o presente capítulo buscou apresentar resumidamente os principais argumentos defendidos por quatro diferentes teorias a respeito dos fatores necessários para o desenvolvimento do mercado de capitais. As considerações expostas aqui servirão de base para a verificação do papel exercido pelo dever de lealdade, enquanto um dos instrumentos de proteção da minoria acionária, para o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. Para tanto, também é necessário analisar a relação verificada entre o desenvolvimento do mercado de capitais e os três seguintes fatores: estrutura de propriedade acionária das companhias abertas, custos de agência decorrentes do relacionamento entre os que nela atuam e possibilidade de extração de benefícios privados do controle por parte daqueles que a conduzem. Tal análise será realizada no capítulo seguinte.

3 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE, CUSTOS DE AGÊNCIA E BENEFÍCIOS PRIVADOS DO CONTROLE

Em linhas gerais, este capítulo analisa a forma pela qual a propriedade acionária das companhias abertas brasileiras se encontra distribuída entre os seus sócios, bem como quais as implicações dessa configuração para os custos de agência e para a extração dos benefícios privados do controle. A relevância desse estudo é observada na medida em que se verificam na literatura discussões quanto a relação entre esses três fatores e o desenvolvimento dos mercados de capitais. Assim, o presente capítulo busca fornecer um aporte teórico necessário para a análise do papel desempenhado pelo dever de lealdade na redução dos custos de agência, dos benefícios privados e, em última análise no desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

3.1 A ESTRUTURA DA PROPRIEDADE ACIONÁRIA NAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

O estudo da configuração do dever de lealdade nas sociedades anônimas abertas brasileiras perpassa pela análise da forma pela qual a propriedade acionária se encontra distribuída em tais sociedades. Isso porque, como será explicitado adiante, dependendo do tipo de estrutura de propriedade acionária existente, as infrações ao dever de lealdade podem configurar-se de uma forma ou de outra. Assim, esta seção pretende caracterizar a estrutura de propriedade acionária verificada nas companhias abertas brasileiras.

Inicialmente, destaca-se que no Brasil a concentração acionária é extrema (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 75). A Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) realizou em 2003 uma pesquisa em 459 sociedades abertas, cujos resultados, expressos no *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, demonstram que na amostra analisada um único acionista detém mais da metade (51%) das ações, sendo que 65% das ações encontram-se em poder dos três maiores acionistas. Esse estudo ainda destaca que tais números provavelmente subestimam a real concentração acionária existente no Brasil por duas razões. Primeiramente, porque as empresas analisadas no estudo tendem a ser menos concentradas que as empresas menores e em segundo lugar,

porque comumente os três maiores acionistas pertencem ao mesmo grupo econômico. (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 75).

Ademais, Érica Gorga (2013, p. 41) observa que as companhias são, tradicionalmente, controladas por um acionista majoritário ou por um grupo de acionistas vinculados por um acordo de acionistas que regula o exercício do controle compartilhado. No mesmo sentido, destaca-se a análise realizada por Dante Mendes Aldrighi e Roberto Mazzer Neto (2007, p. 137) sobre a evolução da estrutura de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil durante o período de 1997 à 2002. Esse estudo, cuja base de dados compreende 4478 relatórios enviados por empresas à CVM, evidenciou que no período analisado a média dos direitos de propriedade do maior acionista no capital das companhias abertas é de 51,6% e a dos direitos de votos é de 72,9%. Além disso, foi observado que entre os maiores acionistas das empresas analisadas predominam famílias que correspondem a 54,7% desses acionistas, percentual seguido de investidores estrangeiros (18,4%), do governo (7,5%) e de fundos de investimento (5,2%).

A concentração do capital votante no Brasil também é destacada por Ricardo Pereira Câmara Leal, André Luiz Carvalhal da Silva e Silvia Mourthé Valadares (2002, p. 7) em estudo que analisou 225 companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), não controladas pelo governo, com base nos relatórios enviados por tais empresas à CVM, contendo dados referentes ao ano de 1998. Segundo os autores, observou-se um elevado grau de concentração de capital votante no ano de 1998, sendo que “mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa dos direitos sobre voto e a companhia é, geralmente, controlada por seus três maiores acionistas.” (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002, p. 16).

Outras características da estrutura de propriedade acionária são demonstradas por um estudo realizado em 2001, pela *Mckinsey & Company* e *Korn/Ferry International*, que analisou 174 empresas brasileiras, públicas ou privadas, com receita mínima de US\$ 250 milhões e com conselho de administração. Conforme destacado por Calixto Salomão Filho (2006, p. 64) esse estudo concluiu que a estrutura de propriedade do controle nas empresas brasileiras:

i) é caracterizada pelo controle familiar, compartilhado, ou exercido por

multinacionais; ii) os acionistas minoritários são pouco ativos e os seus interesses não são completamente reconhecidos; e iii) há alta sobreposição entre propriedade acionária e gestão executiva. Além disso, os conselhos de administração das empresas são compostos por conselheiros internos, representantes dos acionistas majoritários, e têm estruturas informais, com processos não definidos, e há pouca clareza na divisão dos papéis de conselho executivo nas empresas familiares. (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 64).

Uma vez verificado que no Brasil a estrutura de propriedade acionária se encontra concentrada, especialmente, em torno da figura do acionista controlador, cumpre analisar alguns aspectos atinentes ao poder de controle na sociedade anônima.

Nessa seara, são magistrais os ensinamentos de Fábio Konder Comparato na obra “O poder de controle na sociedade anônima” (2005), atualizada por Calixto Salomão Filho. Destaca o primeiro autor que no âmbito da sociedade anônima a definição do poder de dominação ou controle é sempre feita em função da assembleia geral, uma vez que é esse o órgão primário da sociedade, que investe todos os demais e constitui a última instância decisória. Comparato também ressalta a importância da distinção entre controle interno e externo para a definição dos deveres e responsabilidade do controlador. O controle interno, primeiramente, dá-se quando o titular do controle atua no interior da sociedade, dispondo dos mecanismos de poder próprios da estrutura societária, notadamente da deliberação em assembleia. Já o controle externo pertence a uma ou mais, pessoas físicas ou jurídicas, que não integram quaisquer órgãos da sociedade, agindo apenas externamente. (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 51).

À primeira vista, observa Fábio Konder Comparato (2005, p. 52-53), o poder de controle interno está fundado unicamente na propriedade acionária. Entretanto, o autor destaca que o fenômeno da possibilidade de dissociação entre propriedade acionária e poder de controle empresarial, estudado na clássica obra de Berle e Means (1984), relativiza essa afirmação. Nesse sentido, o estudo, acima mencionado, realizado por Dante Mendes Aldrighi e Roberto Mazzer Neto (2007) demonstra a configuração da separação entre propriedade acionária e poder de controle empresarial no âmbito das sociedades anônimas abertas no Brasil, tendo evidenciado que, no período analisado, a média dos direitos de propriedade do maior acionista no capital das companhias abertas é de 51,6% e a dos direitos de votos é de 72,9%.

Tal possibilidade, conforme destacado por Érica Gorga, dá-se “em razão da existência de ações preferenciais que compõem o capital total, mas não o capital votante, pois, na sua maioria, não detêm o direito de voto” (GORGA, 2013, p. 43). A autora também observa que a literatura que documenta o desvio entre direito de voto e direito de fluxo de caixa nessas sociedades é numerosa, sendo demonstrado por diversas pesquisas que “os acionistas majoritários mantêm o direito de voto (e portanto, o poder de controle) da sociedade apesar de deter apenas uma pequena fração dos direitos de investimento (*cash flow rights*) da sociedade” (GORGA, 2013, p. 45).

Ainda com relação ao poder de controle, cumpre tecer breves considerações a respeito do conceito de acionista controlador. A Lei 6.404/76 define o acionista controlador nos termos do art. 116:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Interpretando esse dispositivo legal, Arnaldo Wald (1998, p. 7-8) destaca dois aspectos principais. Em primeiro lugar, observa que o poder de controle decorre do exercício de fato de determinados poderes, não se confundindo com a mera predominância quantitativa no capital votante. E em segundo lugar, ressalta que o controlador pode não corresponder a uma única pessoa, uma vez que poderão haver situações de controle exercido por grupos. Assim, o acionista (individual ou em grupo) será definido como controlador sempre que faça prevalecer a sua vontade no seio da companhia.

Nesse sentido, Fábio Konder Comparato afirma que o “núcleo da definição de controle na sociedade anônima reside no poder de determinar as deliberações da assembleia geral” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 88). Segundo o referido autor, haverá controle interno sempre que esse poder estiver em mãos de titulares de direitos próprios de acionista, ou de administradores, sejam essas pessoas físicas ou jurídicas, isoladamente ou em conjunto, de modo direto ou indireto.

Ademais, Comparato (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 142) assimila a noção de controlador a um novo órgão da sociedade anônima ou, com base em uma explicação funcional do mecanismo societário, ao titular de um novo cargo social. O sentido de cargo nessa comparação feita por Comparato designa um centro de competência que envolve uma ou mais funções. Tais funções vinculadas ao acionista controlador, no direito acionário brasileiro, resumem-se no poder de orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais, ou, nos termos do art. 116, alínea *b*, da Lei 6.404/76, no poder de “dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos da companhia”.

Diante de tais considerações, observa-se a amplitude inerente à noção de controle societário, a qual pode caracterizar-se de diversas maneiras distintas, dependendo da estrutura da sociedade e da sua composição acionária. (WALD, 1998, p. 12). No Brasil, como demonstrado acima, tem-se uma estrutura de propriedade acionária e de controle concentradas.

Dessa configuração decorrem, por sua vez, determinados custos de agência e benefícios privados do controle, que assumem características peculiares analisadas a seguir.

3.2 OS CUSTOS DE AGÊNCIA

No que tange a essa temática, Richard Saito e Alexandre Di Miceli da Silveira (2008, p. 79) ressaltam que sob o ponto de vista da economia financeira, o trabalho desenvolvido por Jensen e Meckling (1976) é considerado seminal na linha de pesquisa em governança corporativa, apresentando três contribuições principais. São elas:

- i) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseada nos inevitáveis conflitos de interesse individuais e com predições testáveis empiricamente; ii) a definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e controle presente nas empresas; e iii) a elaboração de uma nova definição da firma, descrevendo-a como uma mera ficção legal que serve como um ponto de ligação (nexus) para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos. (SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 79)

Sendo assim, destaca-se inicialmente a noção de relacionamento de agência desenvolvida por Jensen e Meckling (1976, p. 5), definida nos seguintes

termos: “um contrato pelo qual uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, o que envolve a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente”⁷.

A noção de custos de agência, por sua vez, decorre da relação de agência tal como definida acima. Isso porque, admitindo-se que ambas as partes atuam buscando maximizar as suas utilidades pessoais, há uma boa razão para se constatar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal. Diante disso, tendo como base a relação entre acionistas e gestores, os primeiros poderiam limitar as divergências monitorando as atividades dos gestores e estabelecendo incentivos contratuais adequados. Para tanto, os acionistas incorreriam em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, sendo tais custos denominados custos de agência (SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 78).

Saito e Silveira (2008, p. 78) observam, então, que para Jensen e Meckling, os custos de agência são definidos como a soma dos:

custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente; despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal; gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e decisões que iriam maximizar a riqueza do principal. (SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 78).

Érica Gorga (2013, p. 54) destaca que os custos de agência estão intimamente ligados ao problema da separação entre propriedade e controle. Isso porque, quanto mais dispersa for a propriedade acionária, menor condição terão os acionistas de efetivamente monitorar os administradores, uma vez que terão um número menor de votos para influenciar as decisões nas assembleias gerais. Esse é um problema verificado no âmbito da sociedade americana, em que se tem o controle gerencial, identificado por Berle e Means, em que os acionistas têm dificuldades para monitorar os gestores, os quais poderão exercer o poder, perpetuando-se na gestão.

No mesmo sentido, Leal, Silva e Valadares (2002, p. 8) observam que esse

⁷ Tradução livre de: *We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.*

problema de separação entre propriedade e controle foi estudado por grande parte da literatura inserido em um ambiente onde a propriedade é difusa, ou seja, marcado por um grande número de pequenos acionistas, cada um sendo titular de uma parcela muito pequena do capital. É esse o panorama identificado por Berle e Means ao analisarem a estrutura de propriedade das empresas nos Estados Unidos. Entretanto, conforme destacado por Leal, Silva e Valadares (2002, p. 8), são poucos os países que se caracterizam por empresas com propriedade difusa.

No caso brasileiro, em que há concentração alta concentração de capital nas empresas, principalmente no que se refere ao capital votante, tais custos de agência assumem feições peculiares e diversas das encontradas nas sociedades anônimas abertas norte-americanas. Enquanto o mercado norte-americano é caracterizado pela predominância da relação de agência entre os acionistas minoritários e os administradores profissionais, no caso brasileiro, os maiores acionistas detém propriedade acionária relevante e tendem a exercer o controle sobre os negócios sociais. Assim, no Brasil, o principal problema de agência ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários, uma vez que os primeiros podem não estar maximizando o retorno do investimento dos segundos. (GORGA, 2013, p. 55).

Érica Gorga (2013, p. 55-56) discorrendo sobre o problema de agência nas companhias brasileiras o divide em duas sub-relações:

O acionistas controlador atua como agente de seu próprio investimento, ocasião em que o agente o principal são a mesma pessoa, e também atua como agente em prol dos interesses dos acionistas minoritários. Nessa última hipótese surge o problema de agência em sua essência. (GORGA, 2013, p. 55-56).

Tal problema ocorre, uma vez que o acionista controlador, ao participar da gestão da companhia nessa condição, também deve agir como representante dos interesses dos minoritários. Entretanto, destaca a autora, existe potencial conflito de interesses em muitas situações, uma vez que nem sempre maximizar o valor das ações controladores significa maximizar o valor de todas as demais ações da companhia e, muitas vezes, o controlador persegue o primeiro objetivo em detrimento do segundo. (GORGA, 2013, p. 56).

Tal configuração do problema de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários pressupõe, segundo Érica Gorga (2013, p. 57-58), que os primeiros, ao tomarem todas as decisões da sociedade, elegem a administração ou

a maior parte dela. Assim, a autora destaca que a estrutura de propriedade encontrada na maior parte das sociedades anônimas brasileiras reflete esse modelo de relação de agência, em que os administradores têm pouca independência para estabelecerem agendas próprias de interesses.

Diante disso, para que tal relação de agência seja viável e eficiente, faz-se necessário restringir a possibilidade de extração de benefícios privados do controle (GORGA, 2013, p. 59), sendo essa noção explorada a seguir.

3.3 A EXTRAÇÃO DE BENEFÍCIOS PRIVADOS DO CONTROLE

A noção de benefícios privados do controle corresponde à “vantagens que os acionistas controladores podem extrair de uma companhia para si em detrimento dos outros acionistas”. (GORGA, 2013, p. 62). Esses benefícios podem ser pecuniários ou não pecuniários. No caso dos pecuniários podem ser auferidos, por exemplo, em situações como o pagamento de salário excessivamente alto e de negociações no mercado de valores mobiliários em posse de informação privilegiada (*insider trading*). Já os benefícios não pecuniários são usufruídos, por exemplo, quando o acionista controlador se beneficia de prestígio por estar em tal posição. (GORGA, 2013, p. 63)

Também há possibilidade de que o controlador extraia benefícios para si em prejuízo dos outros acionistas da companhias nos casos de negócios com conflitos de interesses, como a celebração de contrato entre a sociedade e o acionista controlador, e de uso da infraestrutura da sociedade para negócios particulares. Além disso, os acionistas controladores podem realizar investimentos pouco ou nada lucrativos, dos quais possam extrair benefícios pessoais não pecuniários, mas que resultem em perdas pecuniárias para os demais acionistas, como os casos de patrocínio de times esportivos e de eventos sociais custeados pela companhia (GORGA, 2013, p. 63-64).

Verifica-se na literatura a existência de estudos que buscam mensurar a quantidade de benefícios privados que os controladores extraem em relação ao valor acionário da sociedade. Nesse sentido, o estudo realizado por Alexander Dyck e Luigi Zingales (2004, p. 537), que analisou uma amostra de 412 operações de venda de controle realizadas em 39 países entre 1999 e 2000, demonstrou que no Brasil os benefícios privados do controle atingem 65% do valor acionário, o mais

elevado de todos os países da amostra. Esse valor revela-se elevado também quando comparado com o valor médio do controle societário encontrado na amostra, o qual corresponde a 14%.

Tatiana Nenova (2003, p. 325) realizou um outro estudo, verificando que no Brasil o valor do controle corresponde a média de 23% do valor da companhia. Érica Gorga (2013, p. 71), comentando esses dois estudos, observa que os resultados de Nenova e Dyck e Zingales contrastam, pois os autores utilizaram metodologias diferentes para a mensuração dos benefícios privados do controle. Ressalta, entretanto, que “ambas as análises demonstram que os benefícios privados do controle no Brasil são elevados o suficiente para significarem uma barreira consistente ao bom funcionamento dos mercados”. (GORGA, 2013, p. 71).

Quanto à relação entre o ordenamento jurídico e a possibilidade de extração dos benefícios privados do controle, Érica Gorga (2013, p. 64) ressalta que as normas jurídicas desempenham um papel fundamental na sua redução. Nesse sentido, destaca que tais benefícios serão superiores quando a proteção aos acionistas minoritários for mais fraca, uma vez que a proteção efetiva dos direitos dos acionistas minoritários restringe a possibilidade de extração de tais benefícios em seu detrimento, pelo acionista controlador. Assim, segundo a autora, o sistema jurídico influencia o grau de extração desses benefícios, trazendo consequências para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Verifica-se, portanto, a necessidade de se balizar o exercício do poder de controle no âmbito da sociedade anônima. Nesse sentido, afirma Arnoldo Wald que:

Não consagrou o legislador societário a soberania plena e absoluta do acionista controlador sobre os destinos da sociedade. Ao contrário, balizou o exercício deste poder de comando através de regras de garantia dos sócios minoritários quanto a direitos essenciais, inerentes à manutenção da estrutura societária e patrimonial existente no momento de seu ingresso no quadro de acionistas da companhia, de forma a evitar o abuso ou desvio de poder de controle, ao lado das normas relativas à reparação dos atos ilegais e abusivos praticados pelo controlador, sempre com vistas a seus deveres de respeito aos interesses da companhia, da comunidade de acionistas e dos próprios minoritários. (WALD, 1998, p. 14).

A existência do abuso de poder pela maioria também é reconhecida por Waldirio Bulgarelli (1998, p. 41). O autor destaca que considerando que na prática a

maioria acionária abusa do seu poder, faz-se necessário tutelar a minoria⁸. Assim, é para assegurar um equilíbrio razoável no quadro acionário, atenuando as tensões e evitando os abusos, que, segundo Bulgarelli, justifica-se falar em proteção às minorias.

Entretanto, deve-se observar que a existência do poder de controle não é, por si só, prejudicial à sociedade. Como destacado por Comparato (2005, p. 363), “a existência de um *direito de controle* representa um elemento indispensável na economia social”, inexistindo sociedade sem poder, e sem organização do poder. O que ocorre é que a todo poder correspondem deveres e responsabilidades próprias, tratando-se o poder de controle, no âmbito da sociedade anônima, de um direito-função, atribuído ao titular para a execução de finalidades precisas (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 363).

Sendo assim, verifica-se que o legislador, através de normas cogentes limitou, em benefício dos minoritários, a atuação dos controladores e administradores da companhia como ocorre, por exemplo, quanto à imposição do dever de lealdade aos administradores (LOBO, 2011, p. 28-29). O próximo capítulo, portanto, será dedicado a analisar a configuração do dever lealdade no âmbito da sociedade anônima.

⁸ Quanto ao conceito de minoria, observa-se que essa se refere ao acionista ou conjunto de acionistas que, na Assembleia Geral, detém participação em capital inferior àquela de um grupo oposto. A expressão minoria não se refere a uma noção meramente quantitativa, mas a uma relação quantitativa de poder, que não corresponde, necessariamente, ao número de pessoas ou de ações. Assim, enquanto a maioria é representada pelo conceito de controlador, a minoria é identificada como aqueles que, por diversas razões, estão afastados do poder, dentro da sociedade. BULGARELLI, 1998, p. 33 e 41.

4 O DEVER DE LEALDADE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS ABERTAS

Para muitos autores os arts. 153 a 160 formam uma das seções mais importantes da lei acionária, na medida em que procuram fixar os padrões de comportamento dos administradores⁹ e estabelecer as suas responsabilidades. Isso porque, à medida em que as companhias passaram a aumentar o espectro de suas operações, sua forma de atuação passou a influenciar diretamente não apenas os seus acionistas, mas também seus empregados, fornecedores, investidores, consumidores e a comunidade em geral. (ADAMEK, 2009, p. 112).

A importância da existência de normas específicas quanto aos deveres e responsabilidades dos administradores de companhias abertas também decorre da existência de um interesse público na atuação dessas, dada a captação da poupança popular por elas realizada. Assim, grande parte das normas que regem a sua atuação são normas de ordem pública, inderrogáveis pela vontade dos acionistas, porque destinadas à proteção dos investidores (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 391).

Outro aspecto importante reside na natureza da relação estabelecida entre os administradores da companhia e a própria sociedade, pois tal natureza irá condicionar a determinação dos deveres a que esses estão submetidos. A esse respeito, verifica-se que não se estabelece uma relação contratual entre os administradores e a sociedade. Em verdade, a sua nomeação consiste em um ato jurídico unilateral, a partir do qual lhes é atribuída a qualidade de órgãos da sociedade. Dessa forma, as obrigações e os deveres dos administradores não decorrem de um contrato, mas, basicamente, de lei. (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 391-393).

O legislador pátrio, ao regular a atuação dos administradores, corretamente optou, de um lado, por preservar a sua liberdade de atuação, conferindo-lhes atribuições e poderes privativos e indelegáveis e, de outro, por pautar o comportamento desses por padrões de conduta gerais e abstratos, verdadeiras cláusulas gerais e abstratas a serem contrastadas com a atuação específica dos administradores em cada caso concreto. (ADAMEK, 2009, p. 113; EIZIRIK; GAAL;

⁹ Importante destacar que o termo “administradores” empregado neste trabalho refere-se tanto aos membros do conselho de administração, quanto aos diretores, por força do disposto no art.145 da Lei 6.404/76.

PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 395). Tais *standards* são amplos, flexíveis e capazes, portanto, de abranger variadas situações, conforme as circunstâncias e peculiaridades de cada caso. (CARVALHOSA, 2003, v. 3, p. 266).

A adoção de padrões gerais de conduta para regular a matéria dos deveres e responsabilidade dos administradores decorre de influência da legislação norte-americana. Remetem, assim, a doutrina e a jurisprudência à configuração das práticas que se inserem nos conceitos legais enunciativos dos abusos. Ou seja, a norma define as condutas tipo que devem ser observadas pelo administrador, sendo função do intérprete verificar quais as manifestações da conduta do administrador que não correspondem a tais padrões. (CARVALHOSA, 2003, v.3, p. 267). Nesse sentido, a Lei 6.404/76, especificamente quanto ao dever de lealdade, traz do sistema norte-americano para o nosso sistema jurídico, o *standard of loyalty*. Esse se baseia no caráter fiduciário da atividade dos administradores, tendo como regra geral a proibição dos administradores buscarem, em primeiro lugar, os seus interesses pessoais.

Assim, o controle da atuação dos administradores, no direito societário, é exercido através dos deveres fiduciários, os quais possuem duas características básicas. A primeira delas consiste no reconhecimento do seccionamento entre propriedade e poder. Dessa característica decorre a segunda, qual seja, a elaboração de amplos deveres ético-jurídicos para os detentores do poder. Desse modo, Calixto Salomão Filho (2011, p. 83) observa que a disciplina dos deveres fiduciários é ampla, tanto para os controladores, quanto para os administradores.

E assim não poderia deixar de ser, em razão a influência exercida pelo controlador sobre a administração. O poder do controlador sobre a administração é estruturado pela própria Lei 6.404/76, do que decorrem duas consequências. Em primeiro lugar, observa-se que todo ato de administração tomado por influência do controlador deve ser também a ele imputado. É nesse sentido, por exemplo, que se encontram estabelecidos boa parte dos incisos do art. 117 da referida lei. Mais do que isso, para Calixto Salomão Filho (2011, p. 198), ao controlador devem ser aplicados todos os deveres fiduciários aplicáveis ao administrador, por força do princípio geral previsto o art. 116, parágrafo único, da lei societária.

Necessário destacar ainda que a Lei das S/A também regula a atuação dos membros do conselho fiscal, os quais também possuem deveres para com a companhia.

Dentre os deveres explicitados pela Lei 6.404/76, encontra-se o dever de lealdade. Desse modo, cumpre analisar a sua configuração nas companhias abertas, para o que deve ser observada a sua conformação em face tanto dos administradores, quanto do acionista controlador e dos membros do conselho fiscal.

4.1 O DEVER DE LEALDADE DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS ABERTAS

Em que pese se reconheça a importância do dever de lealdade é árdua a tarefa de defini-lo. Inexiste definição legal precisa, uma vez que a Lei 6.404/1976, ao tentar definir o referido dever no seu art. 155, de maneira negativa, estabelecendo o que é vedado realizar como ofensa ao dever de lealdade, o faz de modo incompleto. Isso porque, a legislação pátria não relaciona todas as condutas proibidas por tal dever. (SPINELLI, 2012, p. 97).

Entretanto, algumas tentativas de delimitação já foram feitas pela doutrina, cujos principais aspectos serão aqui apresentados. Inicialmente, cumpre destacar a previsão normativa do dever de lealdade, bem como as condutas por ele vedadas extraídas da legislação.

O dever de lealdade dos administradores de sociedades anônimas, como já referido, encontra-se disposto no art. 155 da Lei 6.404/76, o qual assim dispõe:

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.

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

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

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

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por

qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

Verifica-se que a doutrina discorre de maneira diversa em relação ao dever de lealdade, não se encontrando um tratamento uniforme a respeito das condutas que integram esse dever. Além disso, como se verá adiante, alguns autores relacionam o dever de lealdade previsto no art. 155 da Lei das Sociedades Anônimas, com a atuação em conflito de interesses, regrada pelo art. 156 do mesmo diploma legal. Entretanto, outros tratam desses temas separadamente. Diante disso, serão apresentadas, inicialmente, as formas gerais pelas quais alguns autores discorrem acerca da temática. Em seguida, buscar-se-á identificar os principais aspectos atinentes ao dever de lealdade, para que, então, esses sejam analisados individualmente.

Destaca-se, inicialmente, o posicionamento de Luis Felipe Spinelli (2012, p. 102-103), quem afirma que as condutas vedadas pelo dever de lealdade atualmente reconhecidas se referem a: (i) usurpação de oportunidade da companhia; (ii) administração em conflito de interesses; (iii) concorrência com a sociedade e (iv) manutenção de reserva sobre os negócios da companhia. Segundo o autor, essa classificação é compatível com a Lei 6.404/76, pois essa estabeleceu no *caput* do art. 155 o (iv) dever de manter reserva sobre os negócios da companhia, tendo vedado nos incisos desse artigo a (i) usurpação de oportunidades sociais e regrado no art. 156 a (ii) atuação em conflito de interesses. Spinelli destaca também que tais previsões são meramente exemplificativas, diante do que é possível extrair do dever de lealdade a vedação à (iii) prática de concorrência para com a companhia.

Quanto à tentativa de delimitação do dever de lealdade, Spinelli (2012, p. 98) afirma ser muito comum que a doutrina, ao tentar definir o dever em questão, simplesmente arrole as condutas proibidas pelo ordenamento jurídico, deixando de buscar o “núcleo comum das condutas que as faz estarem abarcadas pelo dever de lealdade (o centro unificador do referido padrão de comportamento não é traçado) - que é o que possibilita extrair dele outras vedações” (SPINELLI, 2012, p. 98) para além das já previstas na legislação¹⁰.

Além dessa prática comum, há autores que buscam delimitar o dever em

¹⁰ Dentre os autores que adotam essa postura, Spinelli destaca os seguintes, dentre outros: Alexandre Couto Silva (2007, p. 18-20); Fábio Ulhoa Coelho (2008, p. 248); José Edwaldo Tavares Borba (200, . 414); Nelson Eizirik (2005, p. 69-70). (SPINELLI, 2012, p. 98, nota de rodapé n. 26).

questão afirmando que a lealdade consiste no respeito à hierarquia de interesses, no sentido de que o interesse social deve sempre se sobrepor ao interesse pessoal do administrador, o que proibiria que os administradores obtivessem quaisquer benefícios pessoais em detrimento da companhia (SPINELLI, 2012, p. 98)¹¹. Entretanto, Spinelli critica essa orientação, na medida em que “a sobreposição dos interesses da companhia em relação aos do administrador faz parte da própria estrutura da relação fiduciária, sendo tal hierarquia tutelada por todos os deveres”. (SPINELLI, 2012, p. 99).

Diante disso, Spinelli, que não nega que o interesse da companhia deve sobrepor-se ao interesse pessoal do administrador e, tampouco, discorda das condutas que normalmente são relacionadas como vedadas pelo dever de lealdade, afirma que o conceito de lealdade se relaciona com a ideia de informação como propriedade da sociedade. Ou seja, o referido autor considera a informação como um fato objetivo, verdadeira *res* da companhia¹². Dessa forma, para Spinelli “age deslealmente (ou de modo desonesto, infiel, etc.) aquele que se apropria de bem (que é a informação) da sociedade em benefício próprio”, de tal modo que “caso o administrador (diretamente ou por interposta pessoa) utilize as informações sociais para obter vantagem pessoal, estará quebrando seu dever” (SPINELLI, 2012, p. 101-102).

Por sua vez, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa (2014, p. 412) observa que o legislador arrolou no referido art. 155 três modalidades de práticas mais comuns no mercado como casos de quebra do dever de lealdade por parte dos administradores das companhias. Tais modalidades correspondem aos incisos I, II e III desse artigo. Quanto à modalidade do inciso I, Verçosa destaca que se trata de proibição semelhante ao uso da informação privilegiada (*inside information*) no campo do mercado de capitais, prevista nos §§ 1º a 4º do mesmo artigo. Ademais, Verçosa observa que o dever em questão está intrinsecamente ligado à questão do conflito de interesses, uma vez que uma atitude de lealdade apenas pode ocorrer na ausência desse conflito.

Outra tentativa de síntese quanto as condutas que integram o dever de

¹¹ Dentre os autores que adotam essa postura, Spinelli destaca os seguintes, dentre outros: Felipe Duarte Martins Costa (2006, p. 93 e p. 195-196); Flávia Parente (2005, p. 178); Miguel Reale Jr. (2007).

¹² Segundo Spinelli tal associação é facilmente concebida, pois vivemos na era da informação, sendo essa, talvez, o bem de maior valor na economia contemporânea. (SPINELLI, 2012, p. 101).

lealdade dos administradores das companhias é desempenhada por Larissa Teixeira Quattrini (2014, p. 85-86). Segundo a autora, o *caput* do art. 155 da Lei das S/A estabelece o dever genérico de lealdade do administrador em relação à companhia, ao passo que os incisos do artigo listam, de forma exemplificativa, os padrões de comportamento esperados dos administradores.

Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus Henriques (2008, p. 428), ao seu turno, afirmam, que o dever de lealdade pode ser traduzido num elenco, exemplificativo, de condutas vedadas aos administradores. Diante disso, os autores discorrem acerca das condutas arroladas nos três incisos do art. 155 da Lei 6.404/76 e ressaltam que, no §1º desse dispositivo legal, encontra-se vedação à prática do chamado “*insider trading*”. Destaca-se, ainda, a afirmação dos autores segundo a qual, o dever de evitar conflito de interesses, consubstanciado no art. 156 da Lei das Sociedades Anônimas, está diretamente relacionado com o dever de lealdade, “segundo o qual os administradores, no exercício de duas funções, não podem obter quaisquer benefícios para si ou para outrem em detrimento dos interesses da sociedade”. (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 448).

Merece destaque, ainda, a forma pela qual Marcelo Vieira Von Adamek discorre acerca da temática do dever de lealdade. Segundo o autor, esse dever encontra-se enunciado de forma geral no art. 155, *caput*. Para tornar esse comando legal mais efetivo, Adamek observa que o legislador ofertou um rol exemplificativo de condutas desleais, erigindo-as a vedações expressas (ADAMEK, 2009, p. 154-159). Diante disso, Adamek discorre acerca das vedações impostas pelos incisos do referido art. 155 e apresenta, de forma separada, o que denomina de “deveres próprios sobre conflito de interesses”, previsto no art. 156 da Lei 6.404/76 (ADAMEK, 2009, p. 120).

Vista, de modo geral, a forma pela qual alguns autores discorrem acerca do dever de lealdade, é necessário analisar de forma pormenorizada as condutas regradas a partir de tal dever. De acordo com as considerações expostas acima, verifica-se que integram a análise do dever de lealdade os seguintes comportamentos: a) manter reserva sobre os negócios da companhia - conduta disposta no art. 155, *caput*; b) usurpação de oportunidade comercial - conduta disposta no art. 155, inciso I; c) omissão no aproveitamento de oportunidade comercial - conduta disposta no art. 155, inciso II; d) adquirir bem necessário à companhia - conduta disposta no art. 155, inciso III; e) *insider trading* - conduta

disposta nos parágrafos do art. 155; f) atuação em conflito de interesses - conduta disposta no art. 156; g) concorrência com a sociedade. Sendo assim, cumpre analisa-las individualmente.

4.1.1 O DEVER DE LEALDADE E AS CONDUTAS PREVISTAS NO ART. 155, CAPUT E INCISOS, LEI 6.404/76

O primeiro comportamento relacionado ao dever de lealdade destacado por parte da doutrina, consiste na conduta prevista no *caput* do art. 155 da Lei das S/A. A esse respeito, Marcelo Vieira Von Adamek (2009, p. 154) observa que a Lei das Sociedades Anônimas trata do dever de lealdade juntamente com o dever de sigilo. Encontra-se no *caput* do referido dispositivo legal, a enunciação geral do dever de lealdade, o qual se constitui em um verdadeiro padrão geral de comportamento a ser contrastado com a conduta concreta do administrador (ADAMEK, 2009, p. 154). Segundo o referido autor, a partir da letra da lei, os administradores têm deveres de lealdade e boa-fé apenas para com a companhia, e não para com cada acionista, isoladamente considerado.

Também discorre acerca da conduta regulada pelo *caput* do referido art. 155, Luis Felipe Spinelli (2012, p. 171 - 175). Segundo o autor, encontra-se aí o dever de manter reserva sobre os negócios da companhia, o qual:

impõe que o administrador mantenha sigilo sobre as informações de caráter confidencial a que tem acesso no curso do desenvolvimento das atividades, já que elas são imprescindíveis para o exercício da tomada de decisão e, porque é custosa a aquisição delas, é imperioso que se evite sua difusão. (SPINELLI, 2012, p. 171)

Tais informações decorrem, por exemplo, do acesso que o gestor tem aos contratos, aos planos estratégicos e aos segredos industriais, os quais apresentam um enorme valor para os concorrentes. Assim, em contrapartida a esse acesso irrestrito, o administrador tem o dever de não divulgar a qualquer indivíduo as informações que sejam obtidas no bojo de suas atribuições e enquanto a sua publicização possa acarretar danos ao ente coletivo. Entretanto, o autor ressalta que é mais comum encontrar a violação a essa conduta em conjunto com outra transgressão do dever de lealdade. Exemplo disso seria quebra do dever de reserva sobre as informações da sociedade quando o gestor pratique atos concorrenciais

com esta (SPINELLI, 2012, p. 172 - 175).

O segundo aspecto identificado no dever de lealdade, refere-se à conduta vedada pelo art. 155, inciso I da Lei 6.404/76, qual seja, a usurpação de oportunidade da companhia. De acordo com esse inciso, o administrador deve servir à companhia com lealdade, sendo-lhe vedado usar em benefício próprio ou de outra pessoa, com ou sem prejuízo para a sociedade, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício do seu cargo.

Nesse caso, o administrador utiliza informações da sociedade para se antecipar e para aproveitar uma oportunidade comercial destinada à sociedade, obtendo, assim, uma vantagem pessoal. Ou seja, a infração ao dever de lealdade ocorre quando o administrador usurpa uma oportunidade da companhia com o objetivo de auferir vantagem pessoal, independentemente dos danos suportados por essa (SPINELLI, 2012, p. 159-163). Trata-se, portanto, de proibição formal. Mesmo não decorrendo da prática do ato nenhum prejuízo material para a companhia, há quebra do dever de lealdade (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 299).

Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus Henriques (2008, p. 428) observam que os principais problemas apontados pela doutrina ao examinar essa temática referem-se ao estabelecimento de quando se configura uma oportunidade comercial e quando o seu aproveitamento pelo administrador, controlador, ou pessoas a ele vinculadas, efetivamente consubstancia violação ao seu dever de lealdade. Segundo os referidos autores, a utilização por parte dos administradores, em benefício próprio ou de terceiros, das oportunidades de negócios que estejam dentro do escopo de atividades desenvolvidas pela companhia e que podem apresentar, para essa, vantagens reais ou potenciais, a princípio, configura um ato de deslealdade em detrimento dos interesses da companhia (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 433).

Como se vê, para que se configure, nesse aspecto, a infração ao dever de lealdade, é preciso que a companhia tenha interesse, real ou potencial, na operação, ou deve estar em condições de aproveitá-la. Diante disso, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 433) concluem que em algumas situações concretas a utilização da oportunidade de negócio pelo administrador não é ilegítima, o que seria verificado nos casos em que, por exemplo, o estatuto da companhia não permita a realização de negócios de tal natureza.

Outra dificuldade referente à usurpação de oportunidades comerciais é

destacada por Marcelo Vieira Von Adamek (2009, p. 155). Segundo o autor, essa gira em torno da definição do que sejam as “oportunidades da companhia”, o que leva à dificuldade prática em censurar esse tipo de comportamento. No mesmo sentido, Norma Jonssen Parente (2011, p. 186) observa que o referido preceito abre margem para um série de considerações distintas a respeito da questão de determinar quando certa oportunidade de fato pertence à companhia, o que traz questionamentos práticos acerca de quando uma determinada conduta está, de fato, violando o preceito contido na norma.

Assim, discute-se quando se trata de uma efetiva oportunidade comercial ou quando se refere a uma oportunidade de negócio qualquer. Modesto Carvalhosa (v.3, 2003, p. 300-301) observa que é necessário realizar uma análise objetiva dessas oportunidades, identificando-se se essas são oportunidades normais ou excepcionais. Segundo o autor, são normais as oportunidades de que a companhia necessita para expandir seus negócios e para concretizar os seus objetivos empresariais. Já as oportunidades que fogem a essas características, embora seu aproveitamento possa ser enquadrado no objeto social, são denominadas oportunidades excepcionais.

No que tange às oportunidades normais, segundo Carvalhosa (v.3, 2003, p. 301), verifica-se que, mesmo quando a companhia não tenha recursos suficientes para realiza-las, o administrador não poderá aproveitá-las. Norma Jonssen Parente (2011, p. 190) justifica tal posicionamento afirmando que no caso de haver efetivo interesse quanto ao aproveitamento do negócio, a companhia poderia buscar obter recursos para tanto através de financiamentos, colocação pública de valores mobiliários no mercado, venda de ativos, etc. Entretanto, a autora ressalva que se a ausência de recursos for de tal ordem que retire qualquer expectativa razoável de aproveitamento da oportunidade pela companhia, poderia o administrador fazê-lo. Contudo, essa impossibilidade não poderá ser baseada meramente em uma alegação, devendo ser comprovada através de metodologia técnica adequada e posteriormente aprovada pelos administradores, excetuando-se o voto do próprio interessado, pois esse se encontraria em conflito de interesses (PARENTE, 2011, p. 191).

Já quando tratar-se de oportunidades excepcionais, a análise da legitimidade de seu aproveitamento pelo administrador perpassa pela observação de alguns critérios. O primeiro critério, observa Carvalhosa (v.3, 2003, p. 301), é

baseado na seguinte pergunta: “A companhia esteve procurando tal oportunidade ou o negócio foi-lhe oferecido, independentemente de qualquer iniciativa sua?” Segundo o autor, na primeira hipótese o aproveitamento do negócio pelo administrador encontra-se absolutamente vedado, sendo que na segunda hipótese tal possibilidade dependerá da análise do caso concretamente. Outro critério consiste em saber se a oportunidade pertenceria por equidade à companhia, o que ocorrerá com todos os casos de atividades empresariais propriamente ditas. Nesse caso, o autor afirma que haverá aproveitamento ilegítimo da oportunidade pelo administrador. Por fim, há um terceiro critério que consiste em indagar se a oportunidade foi oferecida diretamente à pessoa que, por acaso, é o administrador, sem que estivessem envolvidos nessa oferta quaisquer meios, instalações, pessoal ou serviços da companhia. Nesse caso, Carvalhosa, baseando-se em entendimento da *common law*, observa que o administrador não poderia ser responsabilizado. Assim, em se tratando de negócios excepcionais, “a responsabilização do administrador dependerá da análise objetiva dos fatos e circunstâncias que envolvem cada situação específica” (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 301).

Ainda quanto a distinção entre oportunidades normais e excepcionais, Norma Jonssen Parente (2011, p. 194) observa que, na prática, o administrador interessado em valer-se individualmente de determinado negócio deve expor, em reunião do Conselho de Administração, os fundamentos pelos quais entende não se tratar, concretamente, de oportunidade comercial de interesse da companhia. Para tanto, deverá comprovar documentalmente que o negócio em discussão “(a) não é bom para a companhia; (b) não se relaciona ao objeto social; (c) não é afeto aos interesses presentes ou futuros da empresa; e/ou (d) escapa completamente às possibilidades financeiras da empresa” (PARENTE, 2011, p. 194). Desse modo, somente após o exame de todas essas questões, com a devida comprovação documental em reunião do Conselho de Administração, é que o administrador poderá utilizar determinada oportunidade de negócio que eventualmente lhe interesse. Importante observar que a autora destaca que a adoção de tal procedimento não leva à mitigação do rigor impresso às normas referentes aos dever de lealdade, mas apenas relativiza as hipóteses de incidência, conforme se trate de uma efetiva oportunidade de negócio ou de outras oportunidades quaisquer.

Por fim, cumpre destacar que o tipo legal previsto no art. 155, inciso I, da Lei 6.404/76 é objetivo. Ou seja, basta que o administrador utilize uma oportunidade

comercial que pudesse vir a ser aproveitada pela companhia, para que incorra na violação ao dever de lealdade. Não é necessário, portanto, que a companhia viesse de fato a aproveitar a oportunidade comercial, sendo suficiente que, ao menos em tese pudesse fazê-lo (PARENTE, 2011, p. 189). Ademais, a proibição de utilização de oportunidades é absoluta no sentido de que não cabe apenas o direito de preferência à companhia, que não sendo exercido permitiria ao administrador fazê-lo (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 300). Tal caráter absoluto decorre:

justamente do poder do administrador de tomar decisões pela companhia, produzindo efeitos sobre seu patrimônio e sua lucratividade. Na prática, são estes que primeiro conhecem as oportunidades de negócio oferecidas à companhia, decidindo sobre sua oportunidade e conveniência, dentro das estratégias que desenvolvem para a mesma. Nesse sentido, não seria justo nem razoável que o administrador, na qualidade de membro da administração, dispensasse a oportunidade por julgá-la inoportuna ou inconveniente aos interesses da sociedade e, em contrapartida, resolvesse aproveitá-la individualmente. (PARENTE, 2011, p. 189).

Já no inciso II desse artigo, encontra-se uma infração ao dever de lealdade por meio de uma omissão, o que, segundo Verçosa (2014, p. 412), representa a quebra, ao mesmo tempo, do dever de diligência. Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus Henriques (2008, p. 434) manifestam-se no mesmo sentido ao afirmarem que em caso de inércia, o administrador estará descumprindo também o seu dever de diligência. Spinelli, por sua vez, (2012, p. 163-164) critica o referido inciso, pois, segundo o autor:

“ou ocorre a efetiva usurpação de um potencial negócio da companhia, ou, se o administrador é omissor na tomada de uma decisão, está ele infringindo o dever de diligência (quando se omite *no exercício ou na proteção de direitos da companhia* - de acordo com o art. 155, II, primeira parte) ou agindo em conflito de interesses (quando nos termos da segunda parte do inciso II do referido dispositivo, deixa de aproveitar oportunidades de negócios no interesse da companhia, visando à obtenção de vantagens *ara si ou para outrem* - que é justamente a realização futura do negócio em nome próprio ou de alguém a ele vinculado)”. (SPINELLI, 2012, p. 163-164).

Já Modesto Carvalhosa (v.3, 2003, p. 302) observa que o inciso II do art. 155 é, na realidade, uma imagem negativa do inciso I. Assim, a omissão, no exercício ou proteção de direitos, também dispensa a ocorrência de prejuízo material à companhia. Ademais, ainda que o resultado da omissão ocorra em proveito de terceiro, tal fato não descaracteriza a irregularidade, bastando que a obtenção de uma vantagem pessoal ou destinada a terceiro seja o objeto da omissão

(VERÇOSA, 2014, p. 412). Na caracterização dessa fraude à lei, o administrador responde pela sua conduta ao deixar de proteger os direitos da companhia e de aproveitar as oportunidades de negócios que possam interessar à sociedade. Desse modo, em ambas as situações descritas nesse inciso, a violação ao dever de lealdade decorre de condutas omissivas do administrador (ADAMEK, 2009, p. 155).

É necessário observar, contudo, que para a configuração dessa infração é preciso que tais oportunidades de negócios de interesse da companhia sejam “evidentes, claras, incontroversas, não meramente aleatórias, discutíveis ou temerárias. Não se pode censurar o administrador cauteloso, que assume atitudes ditas ‘conservadoras’, evitando iniciativas que sejam de risco” (BATALHA *apud* ADAMEK, 2009, P. 156). O parâmetro para a realização dessa análise, segundo Adamek (2009, p. 156), será o do dever de diligência.

Outra conduta que representa uma infração ao dever de lealdade se encontra descrita no inciso III do art. 155 da Lei das Sociedades Anônimas. De acordo com o referido dispositivo legal, os administradores se encontram proibidos de adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabem ser necessário à companhia, ou que esta pretenda adquirir. Trata-se, na visão de Modesto Carvalhosa (v.3, 2003, p. 302), de um complemento específico da previsão contida no inciso I. Entretanto, nessa hipótese de aquisição a lei presume a existência de um prejuízo material para a companhia, uma vez que essa deverá pagar ao administrador um sobrepreço pelos respectivos bens ou direitos. Tal prejuízo material é verificado na medida em que ao lucro obtido pelo administrador, corresponde um prejuízo para a companhia (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 302).

Em que pese o enunciado legal contenha a expressão “adquirir, para revender com lucro”, Carvalhosa (v.3, 2003, p. 302) observa que da inexistência do prejuízo à companhia não se pode concluir que o “administrador é livre para adquirir e revender à companhia bem ou direito, desde que não ocorra vantagem-prejuízo patrimonial nesse negócio”. Isso porque, segundo o autor, não se verificando prejuízo para a companhia, a conduta do administrador será enquadrada na hipótese no art. 155, inciso I, estando, portanto, vedada.

No mesmo sentido, Marcelo Vieira Von Adamek (2009, p. 156) afirma que a obtenção e a intenção de obter lucro por parte do administrador não possui qualquer significação para a caracterização da deslealdade do administrador. Isso porque, segundo o autor, independentemente de o administrador ter experimentado ou não

lucro, é indisputável que a companhia sofreu prejuízo ou, pelo menos, perdeu a oportunidade de adquirir o bem. Desse modo, Adamek afirma que caso o administrador adquira um bem necessário à companhia, e, posteriormente, revenda-o a ela própria, obtendo lucro, violará o dever de lealdade nos termos do art. 155, inciso III. Porém, quando o administrador adquirir um bem necessário à companhia, a fim de revendê-lo a terceiro, ou mesmo para mantê-lo em seu próprio patrimônio ou doá-lo, violará o dever de lealdade praticando a conduta disposta no art. 155, inciso I, pouco importando se, com toda a operação, teve ou não lucro.

Por sua vez, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa (2014, p. 413) ao discorrer sobre o dispositivo legal em questão destaca que o exemplo que a Lei das S/A traz nesse dispositivo seria facilmente descoberto pela sociedade, de tal forma que esse não seria o mecanismo mais utilizado na prática pelo administrador. Mais usual, seria a situação em que o administrador providencie que o bem seja comprado por um terceiro de sua confiança, que não seja seu parente e com quem não mantenha relação de amizade, para que esse compre o bem ou o direito que mais tarde será revendido à sociedade. Entretanto, como o inciso III não menciona a hipótese de recurso à interposta pessoa, Verçosa conclui ser essa conduta uma hipótese do inciso II, pois corresponde a uma omissão em benefício de terceiro, com quem o administrador faltoso irá futuramente “dividir o prêmio”.

Há, entretanto, hipóteses de interposição por parte do administrador que são legítimas. Tal legitimidade será verificada nos casos em que a interposição seja necessária à efetivação posterior do negócio pela companhia. Será o caso, por exemplo, de exigência do alienante de pronta celebração do contrato ou o seu imediato pagamento; de necessidade de sigilo temporário sobre o real adquirente (no caso a companhia), sem o qual não seria possível realizar o negócio ou se da sua revelação decorresse excessiva valorização do preço (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 302). A possibilidade de interposição do administrador também é reconhecida por Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 435) e por Marcelo Adamek (2009, p. 156). Esses observam ser comum que, para evitar que um bem necessário à companhia seja adquirido por terceiros, o próprio administrador antecipa-se e, como fiduciário, adquire-o em seu próprio nome, para, após ter obtido todas as autorizações (por exemplo, do Conselho de Administração, na hipótese do art. 142, inciso VI, da Lei das S/A), revendê-lo sem lucro à sociedade (ADAMEK, 2009, p. 156).

4.1.2 O DEVER DE LEALDADE E O INSIDER TRADING - ART. 155, §§1º À 4º, LEI 6.404/76

No estudo do dever de lealdade dos administradores de sociedades anônimas abertas, é imperioso analisar, também, a vedação à prática da conduta conhecida como *insider trading*. Em verdade, verifica-se divergência na doutrina quanto ao enquadramento do estudo dessa temática.

Spinelli (2012, p. 128) destaca, nesse sentido, que embora existam relações entre o dever de lealdade e o *insider trading*, tanto o é que esse está previsto nos §§ do art. 155, é mais adequado trabalhá-lo junto com o dever de informação, pois além de tutelar a companhia e seus acionistas, esse busca a proteção do próprio mercado de capitais.

Já Marcelo Vieira Von Adamek (2009, p. 167) analisa o *insider trading* como uma das facetas do dever de sigilo. Para o referido autor, o dever de sigilo está previsto conjuntamente com o dever de lealdade no art. 155, *caput*, da Lei das S/A, e possui duas facetas: uma genérica, caracterizada pela obrigação de o administrador manter reserva sobre os negócios sociais, e uma específica, aplicável somente ao administrador de companhia aberta e expressa nas regras de repressão ao *insider trading*, contidas no art. 155, §§1º a 4º, da Lei das S/A. No mesmo sentido está o posicionamento adotado por Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 435), afirmando que o §1º do referido dispositivo legal prevê o dever de sigilo, o qual veda a prática do *insider trading*.

Por fim, há autores, como Modesto Carvalhosa (v.3, 2003, p. 297) e Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa (2014, p. 412), que tratam da temática de forma aliada ao dever de lealdade. Segundo Carvalhosa, inclui-se no dever de lealdade a abstenção da prática do *insider trading*. Feitas tais considerações iniciais a respeito do enquadramento da temática em estudo, cumpre analisar seus aspectos principais.

Primeiramente, é necessário caracterizar a prática do *insider trading*, bem como identificar os conceitos chave de *insider* e de informação relevante. Carvalhosa (v.3, 2003, p. 305), assim conceitua o *insider trading*:

Insider trading é toda negociação de compra e venda de valores mobiliários

feita pelos administradores ou por quem deles obteve qualquer forma de informações relevantes, no *período* em que tais informações não foram ainda divulgadas junto ao mercado, de forma ordinária ou extraordinária, conforme as circunstâncias.

Como se vê, para a configuração do *insider trading*, a negociação de compra e venda de valores mobiliários deve ser feita 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”. (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 305). O que caracteriza o *insider trading*, portanto, é o momento da negociação, de tal modo que o uso da informação relevante não divulgada na compra e venda de valores mobiliários da companhia, gera um desequilíbrio de posições, lesivo tanto a uma das partes da operação, como ao próprio mercado de capitais, em termos de confiabilidade (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 305).

Quanto ao conceito de *insider*, anota Modesto Carvalhosa (v.3, 2003, p. 304):

Lato sensu, o *insider* é toda pessoa que, em decorrência de suas funções de administrador ou por circunstâncias de acesso à administração da companhia, venha a deter antes dos demais acionistas, investidores ou agentes e operadores do mercado de capitais informações relevantes, relativas aos negócios e ao estado da companhia.

Observa-se, assim, que o *insider* é alguém em situação privilegiada perante outras pessoas, sendo que o aproveitamento dessa situação de privilégio para obter enriquecimento é que caracteriza o ilícito (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 304). Conforme disposto no §4º do art. 155 da Lei das S/A, poderá ser *insider* qualquer pessoa, e não apenas o administrador e os subordinados ou pessoas de confiança. Porém, Carvalhosa (v.3, 2003, p. 288) observa haver um limite para o termo “qualquer pessoa”, devendo existir um nexo profissional entre o vazamento das informações e os terceiros. Assim, “apenas aqueles que em virtude do exercício de profissão tenham acesso a essas informações (advogados, auditores, operadores de mercado, peritos, etc.) é que serão responsabilizáveis pelo uso dessas informações”. (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 288).

Necessário delimitar, também, o termo informação relevante ou fato relevante. A esse respeito, Carvalhosa (v.3, 2003, p. 305) observa que “informações relevantes 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”. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através da Instrução CVM n. 358, de 03/01/2002, no seu art. 2º, *caput*, define fato relevante, nos seguintes termos:

Art. 2º. Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

A partir da caracterização do *insider trading* apresentada, evidencia-se que a proibição da prática dessa conduta deverá ser observada não apenas com relação à proteção dos acionistas, mas também com relação à proteção da companhia e, notadamente, do público investidor em geral (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 297). Assim, a proibição do *insider trading* consiste, também, em um dever para com o mercado, pois “o administrador, ao praticar esse ilícito, conturba o próprio conjunto dos negócios que se realizam no mercado de capitais e a confiança dos investidores na lisura dos seus intervenientes”. (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 296).

Posicionamento semelhante é defendido por Alfredo de Assis Gonçalves Neto (2005, p. 207) e por Marcelo Vieira Von Adamek (2009, p. 169). Esse último destaca que a credibilidade do mercado de capitais supõe que todos os agentes potencialmente disponham do mesmo nível de informações, para a tomada de suas decisões de investimentos. Desse modo, a atuação no mercado de agentes com informações privilegiadas rompe esse indispensável equilíbrio, o que prejudica o funcionamento eficiente do mercado, ocorrendo o afastamento dos investidores e a atração de simples especuladores. Em razão disso, tem-se “a necessidade de reprimir a prática abusiva, até mesmo como condição de viabilização do próprio mercado de capitais”. (ADAMEK, 2009, p. 169).

Também decorre das particularidades do *insider trading* a necessidade de que ocorra um prejuízo efetivo, diversamente do que ocorre com relação às condutas abarcadas pelos incisos I, II e III do art. 155 da Lei das S/A. Isso porque,

segundo Modesto Carvalhosa (v.3, 2003, p. 296), ao tratar do *insider trading* a lei refere-se à pessoa prejudicada, extravasando a conduta ilícita do administrador do âmbito de sua relação com a sociedade. Assim, para a caracterização da prática do *insider trading* além da ofensa ao direito da companhia, é preciso haver o prejuízo efetivo. Ademais, destaca-se que na prática do *insider trading* configura-se a responsabilidade objetiva do agente. Dispensa-se, na visão de Carvalhosa (v.3, 2003, p. 297), nessa específica conduta de deslealdade, o nexó entre a ação ou a omissão e o prejuízo ou dano sofrido pela companhia.

4.1.3 O DEVER DE LEALDADE E O CONFLITO DE INTERESSES - ART. 156, LEI 6.404/76

O conflito de interesses entre os administradores e a sociedade é outra temática abordada no estudo do dever de lealdade dos administradores. Segundo Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 448) o dever de evitar conflito de interesses consubstanciado no art. 156 da Lei das Sociedades Anônimas está diretamente relacionado com o dever de lealdade, previsto no art. 155 da mesma Lei, tendo o legislador buscado, nessas hipóteses, impedir a atuação do administrador contrária ao interesse social.

Para Luis Felipe Spinelli (2012, p. 102), como visto, a administração em conflito de interesses é uma das condutas vedadas pelo dever de lealdade. Tal relação entre o dever de lealdade e o conflito de interesses também é evidenciada por Viviane Muller Prado (2006, p. 216), na medida em que observa que a Lei 6.404/76 determina o dever de lealdade de não atuar em conflito de interesses e de transparência de informações. Sendo assim, passa-se a análise dos principais aspectos atinentes à atuação dos administradores em conflito de interesses.

A temática em questão também se encontra vinculada ao direito norte-americano, mais precisamente, aos *standards* de *equity*, de *loyalty* e de *disclosure*. Dessa forma, se o administrador celebrar com a companhia uma *fair transaction*, devidamente revelada em todos os seus pormenores aos órgãos da administração (*disclosure*), a lei presume que foi observado o princípio de lealdade que incumbe a todo administrador (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 311).

A Lei 6.404/76 disciplina as situações de conflito de interesses entre o administrador e a companhia no seu art. 156, proibindo o administrador de intervir

em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia. Ademais, estabelece o referido dispositivo legal que na deliberação a respeito que tomarem os demais administradores, o administrador que tiver interesse conflitante deve abster-se de votar, devendo também cientificar os demais membros acerca de seu impedimento e fazer consignar, na ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e a extensão do seu interesse, nos termos do art. 156, *caput*. Observadas essas formalidades, o administrador somente poderá contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros, conforme o disposto no art. 156, §1º.

Configura-se o conflito de interesses, segundo Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus Henriques (2008, p. 438), quando “a satisfação do interesse meramente individual somente poderá ocorrer mediante o sacrifício do interesse coletivo, e vice-versa”. Existe, dessa forma, para os autores, um conflito de interesses entre o administrador e a sociedade, quando o administrador for portador, diante de uma determinada deliberação, de um interesse duplo: o da sociedade e o seu particular.

No mesmo sentido, Luis Felipe Spinelli (2012, p. 137) afirma haver conflito de interesses na administração das companhias quando a tomada de uma decisão de gestão for influenciada por ter o administrador interesse pessoal contraposto ao interesse da sociedade. Em outras palavras, verifica-se o conflito de interesses quando na administração da sociedade anônima, o gestor utiliza a sua posição e, tendo interesse particular que influencia de modo determinante algum ato decisório, acaba por auferir vantagem em detrimento da companhia.

Para que se tenha a devida compreensão dos conceitos apresentados acima, é necessário observar qual seria o interesse do ente coletivo que se contrapõe a qual interesse pessoal do administrador. O interesse da sociedade no caso de conflito de interesses com o administrador, é de ordem meramente patrimonial, conforme destacado por Luis Felipe Spinelli¹³. Isso porque, as regras do conflito de interesses estão mais fortemente relacionadas “ao cumprimento de um dever geral fiduciário em relação à gerência ou intervenção sobre qualquer forma de

¹³ A esse respeito, Luis Felipe Spinelli afirma em nota de rodapé número 120, que o posicionamento da doutrina nacional converge quanto ao conceito de conflito de interesses na relação administração e sociedade, restringindo tal conflito e o interesse da sociedade a aspectos meramente patrimoniais. SPINELLI, 2012, p. 138.

gestão do patrimônio de terceiro do que o agir conforme o interesse social” (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 94). Já quanto ao interesse pessoal do administrador, trata-se de um interesse pessoal relevante, seja esse econômico ou não, desde que objetivamente aferível (SPINELLI, 2012, p. 139).

Dessa forma, conclui-se existir conflito de interesses quando:

Da realização de determinada operação que dependa de decisão (de competência individual ou colegiada), tiver o administrador um destacado interesse pessoal (situação favorável ao indivíduo, econômica ou não, desde que relevante), a ponto de prejudicar sua conduta e acarretar atuação (dolosa ou culposa) desfavorável ao interesse patrimonial da companhia. (SPINELLI, 2012, p. 140).

Discute-se, entretanto, se o conflito de interesses é formal e, portanto, o administrador estaria proibido de votar em toda e qualquer situação de conflito, ou material (substancial), de modo que a proibição se daria apenas com relação ao conteúdo do voto, a ser examinado no caso concreto (VERÇOSA, 2014, p. 416). Ou seja, nos casos em que a lei adota o critério do conflito de interesses formal do administrador com a companhia, a proibição de intervir é absoluta, independentemente do mérito da decisão ou das circunstâncias de fato em que foi adotada. Violando-se tal proibição, impõe-se a nulidade da deliberação, ainda que essa não tenha causado prejuízo à companhia. Já nas hipóteses em que o legislador optou por coibir somente as situações de conflito de interesses substancial, eventual violação da proibição por parte do administrador constitui uma questão fática, a ser apreciada em cada caso concreto, devendo ser analisado o mérito da deliberação (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 440).

Antes de adentrar à discussão, é necessário observar, conforme ressaltado por Verçosa (2014, p. 416), que o comando do art. 156 da Lei 6.404/76 trata de dois momentos da atuação do administrador: intervir e deliberar. O primeiro se refere à atuação do diretor como representante da sociedade nos atos e contratos que realizada, ao passo que o segundo, diz respeito tanto ao diretor quanto ao conselheiro de administração, no momento em que a diretoria ou o conselho de administração necessitam deliberar por meio de voto dos seus membros.

Para Modesto Carvalhosa (v.3, 2003, p. 314-315), o impedimento imposto pela lei aos administradores é de dupla natureza, incidindo tanto sobre a atividade de representação, quanto sobre a de deliberação. O autor, que defende o caráter

formal do conflito de interesses, afirma que o impedimento não decorre de tais interesses contrastantes, mas da confusão de pessoas que serão partes no contrato. Isso porque, segundo autor, no exercício da função de representação o administrador é a própria corporificação da companhia. Assim, é a completa identidade entre o administrador e a companhia, no que tange à vontade social, que torna o impedimento absoluto. Verificando-se o conflito formal de representação, segundo Carvalhosa, não há necessidade de ocorrência de dano ou de prejuízo para a companhia, subsistindo o impedimento, ainda que o negócio seja vantajoso para essa.

Por outro lado, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques entendem tratar-se de conflito material, devendo a questão ser analisada caso a caso, tendo em vista o mérito da deliberação aprovada. Isso porque, segundo os autores, o art. 156 da Lei das S/A não especifica quais seriam as deliberações em que o administrador estaria formalmente impedido de participar, referindo-se apenas genericamente às situações de conflito de interesses com a companhia. Assim, para Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 446):

Na medida em que eventual existência do conflito de interesses não deve ser verificada *a priori*, mas depende da análise do mérito da operação, pode-se afirmar que o administrador está, inclusive, autorizado a participar de deliberações sobre contratos que ele, pessoalmente, tenha a intenção de celebrar com a sociedade, desde que o negócio esteja em consonância com o interesse social e que haja transparência e lealdade na contratação.

Filiando-se à corrente do conflito material de interesses, Adamek (2009, p. 163-167) observa que, em que pese uma interpretação literal do art. 156 da Lei 6.404/76 pareça contemplar uma hipótese de impedimento de voto, característica das situações de conflito formal de interesses, consiste o referido dispositivo legal em uma hipótese de conflito material de interesses. Tal posicionamento justifica-se, segundo Adamek, na medida em que inexistente critério formal apto a definir previamente o que vem a ser “interesse conflitante”, apresentando-se a sua constatação como uma questão de fato, identificada a partir do caso concreto. Tal “interesse conflitante”, portanto, não resulta apenas do fato de o administrador possuir interesse próprio no negócio, mas somente despontará caso o administrador sacrifique o interesse da companhia para satisfazer o seu interesse pessoal. Desse modo, “o que acarreta a sanção legal é o conflito substancial de interesses -

contratar com a companhia em condições desarrazoáveis ou iníquas, inferiores às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros”. (ADAMEK, 2009, p. 166).

Há pontos positivos e negativos em cada um desses posicionamentos, observa Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa (2014, p. 418). Por um lado, a aplicação do conflito formal representa maior segurança para a companhia, na medida em que postula a invalidade de qualquer ato ou manifestação de voto do administrador, independentemente de se provar que houve ou não prejuízo para a companhia. Por outro lado, em muitos casos tal interpretação prejudicaria a sociedade na realização de certos negócios, por estar fundada na presunção relativa da má-fé do administrador. Tal presunção, segundo os defensores do conflito material, não levaria em conta que, no mais das vezes, os agentes procedem de acordo com os limites do estatuto da companhia e da lei, sendo que o inverso representaria uma exceção à regra geral. Diante disso, Verçosa (2014, p. 419), após analisar bibliografia e decisões sobre o tema, conclui que “a questão não pode ser tomada como definitivamente resolvida em favor da tese segundo o conflito material, notando-se um vai e vem na doutrina e na jurisprudência a seu respeito”.

Vistos os principais pontos dessa discussão, cabe analisar outros aspectos da disciplina do conflito de interesses entre o administrador e a sociedade. Como já se pode perceber, a lei não inibe o administrador de contratar com a companhia, mas apenas impõe procedimentos que, se cumpridos, legitimam a operação (ADAMEK, 2009, p. 163). Para Modesto Carvalhosa (v.3, 2003, p. 317), enquanto um defensor do conflito de interesses formal, o primeiro requisito imposto pela lei consiste na não intervenção do administrador na respectiva deliberação e na representação da sociedade. Ademais, a lei também requer que o administrador revele ampla e pormenorizadamente o negócio em que está envolvido, declarando o seu grau de interesse na realização deste. Tal revelação deverá versar, segundo o autor, sobre os efeitos que tal transação acarretaria para a companhia, no que se refere a concorrência, mercado, investimento, patrimônio, etc. Carvalhosa (v.3, 2003, p. 318) elenca, ainda, um terceiro requisito, segundo o qual “deverá o administrador declarar que, embora contrastantes os interesses, a mutação patrimonial proposta entre a companhia e ele não visa prejudicá-la em suas atividades”.

Ademais, para que a realização do negócio seja legítima, o preço e as

condições deverão ser rigorosamente as de mercado, sendo o Conselho de Administração, via de regra, o órgão competente para autorizar a referida transação (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 318). Caso os aspectos previstos no art. 156, §1º, da Lei 6.404/76, venham a ser inobservados na contratação, essa poderá ser anulada, nos termos do art. 156, §2º. A anulabilidade da contratação é defendida por Marcelo Vieira Von Adamek (2009, p. 162), observando-se, contudo, que há autores como Modesto (v.3, 2003, p. 323, que entendem tratar-se de caso de nulidade absoluta.

Por fim, observa-se que não se encontra disposição expressa na lei a respeito da possibilidade ou não de interposição de pessoas e de interesse mediato na contratação (CARVALHOSA, v.3, 2003, p. 315). Em outros termos, há uma lacuna legislativa a respeito de ser o conflito apenas direto, ou também indireto. A esse respeito, Carvalhosa entende haver impedimento absoluto de contratação também nos casos em que o administrador é indiretamente interessado e naqueles em que haja interposição de pessoas. Assim, a regra de impedimento subsiste sendo o administrador mandatário, proprietário, gerente ou sócio (desde que tenha influência ou poder nessa sociedade), inexistindo graduação de benefícios. Ou seja, qualquer que seja o interesse, ainda que remoto, mediato ou mesmo eventual, na visão de Carvalhosa, persiste o aludido impedimento.

A interpretação de que a Lei das S/A, ao reger a matéria, abarca tanto o conflito direto, quanto o indireto, é posição unânime na doutrina (SPINELLI, 2012, p. 143). Porém, há dificuldade em se delimitar o âmbito de abrangência das relações com terceiros capaz de influenciar a conduta dos administradores. Diante disso, Spinelli (2012, p. 143) considera ser necessário analisar o caso concreto para identificar se efetivamente, o vínculo ou a relação do administrador exercem algum tipo de ascendência sobre a sua conduta.

4.1.4 O DEVER DE NÃO CONCORRER COM A COMPANHIA

Conforme verificado na doutrina analisada, o dever de não concorrer com a companhia é a última situação abarcada pelo dever de lealdade, sobre a qual discorre Luis Felipe Spinelli (2012, p. 164). Essa não se encontra prevista de forma expressa na Lei 6.404/76, mas, segundo o autor, decorre da incidência do dever geral de lealdade sobre os gestores, encontrado no art. 155, *caput*, do referido diploma legislativo. Caracteriza-se pela:

Prática de atividade concorrencial (direta ou indireta), por conta própria ou alheia, pelo administrador à sociedade por ele gerida (ou que administrou), o que é feito de modo menos custoso se comparado aos outros agentes do mercado, porque aquele tem acesso a abundantes informações necessárias para o desenvolvimento da atividade - pode, desta maneira, arruinar todos os competidores e, obviamente, a sociedade na qual trabalha. (SPINELLI, 2012, p. 166-167).

Tal dever é, segundo Spinelli (2012, p. 171), extremamente próximo às outras condutas vedadas pelo dever de lealdade, sendo muitas vezes, portanto, com bases nessas sancionado.

4.2 O DEVER DE LEALDADE DOS MEMBROS DO CONSELHO FISCAL

Nos termos do art. 165, da Lei 6.404/76, os membros do Conselho Fiscal têm, atualmente, os mesmos deveres dos administradores. Por isso, anota Alfredo de Assis Gonçalves Neto (2005, p. 227), “devem exercer suas funções com as mesmas cautelas que o homem ativo e probo costuma empregar no zelo de seus negócios, no exclusivo interesse da companhia”.

Tratando-se de órgão da companhia, deverá o conselho fiscal exercer suas atribuições no estrito interesse dessa, tomando o objeto social como parâmetro a ser observado na realização da atividade empresarial (VERÇOSA, 2014, p. 454). Assim, com base no art. 165, §1º, da Lei das S/A, será abusiva a atuação do conselheiro fiscal que desempenhar suas atribuições com o fim de causar dano à companhia, seus acionistas ou administradores, ou com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faça jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia, seus acionistas ou administradores.

A respeito da identidade de deveres entre os administradores e os membros do conselho fiscal também se manifestam, no mesmo sentido, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa (2014, p. 453) e Modesto Carvalhosa (v.3, 2003, p. 465). Sendo assim, a respeito do dever de lealdade dos conselheiros fiscais são válidas as mesmas observações feitas no item 5.1, destacado acima.

4.3 O DEVER DE LEALDADE DO ACIONISTA CONTROLADOR

O acionista controlador também possui um dever de lealdade para com a

companhia. Entretanto, diversamente do que ocorre com relação ao dever de lealdade dos administradores, a sua tutela não é feita de forma direta por meio de norma própria. Ao contrário, o dever de lealdade do acionista controlador traduz-se por meio de disposições determinantes de penalidades para o acionista que o descumpra (VERÇOSA, 2014, p. 222). Sendo assim, cumpre verificar, inicialmente, quais são essas disposições das quais se extrai o dever de lealdade do acionista controlador de sociedade anônima aberta.

Segundo Verçosa (2014, p. 222), a quebra do dever de lealdade por parte do controlador ocorre, principalmente, por meio do exercício abusivo do direito de voto, contrariando o interesse social. O abuso do direito de voto e o conflito de interesses, regrados pelo art. 115, da Lei das Sociedades Anônimas, consistem, então, no primeiro aspecto do dever de lealdade do controlador a ser analisado.

Observa-se, também, que o acionista controlador deve respeitar lealmente os interesses da companhia. Nesse sentido, o seu dever de lealdade também se encontra regrado pelo art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76 (PARENTE, 2011, p. 192), o qual dispõe que:

Ar. 116. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Modesto Carvalhosa, por sua vez, relaciona mais um aspecto do dever de lealdade dos controladores. Segundo o autor, “o princípio da lealdade aplica-se aos controladores, consoante as regras contidas nos arts. 116 e 117 da Lei” (CARVALHOSA, v.2, 2003, p. 295). O exercício abusivo do poder de controle, regulado pelo art. 117 da Lei das S/A, é, portanto, o terceiro aspecto do dever de lealdade dos controladores a ser analisado.

Nesse sentido, Calixto Salomão Filho (2011, p. 193), discorrendo acerca da amplitude do poder do acionista controlador e de sua responsabilidade direta pela condução dos negócios sociais, relaciona tais fatos à necessidade do estabelecimento de deveres do acionista controlador, os quais se encontram previstos nos arts. 115, 116 e 117 da Lei das S/A.

Antes de analisar cada um desses aspectos propriamente ditos, é necessário destacar que caso o controlador também ocupe a posição de

administrador, somam-se a essas responsabilidades as previstas nos arts. 153 a 159 da Lei 6.404/76, de acordo com o §3º do art. 117 da mesma Lei.

O presente capítulo, portanto, abordará inicialmente os principais aspectos referentes ao disposto no art. 116, parágrafo único, da supracitada Lei, uma vez que esse enunciado normativo contempla um princípio geral de conduta. Em um segundo momento, será analisado o abuso do direito de voto e o conflito de interesses, regrados pelo referido art. 115 e, por fim, será objeto de estudo o abuso do poder de controle, disposto no art. 117 da Lei das S/A.

4.3.1 O ENUNCIADO GERAL DO DEVER DE LEALDADE - ART. 116, PARÁGRAFO ÚNICO, LEI 6.404/76:

Como destacado anteriormente, a definição do poder de controle gira em torno da assembleia geral, uma vez que é esse o órgão primário da sociedade, que investe todos os demais e constitui a última instância decisória. Observa-se, porém, que o poder de controle não é mais praticado exclusivamente nas assembleias, através do exercício do direito de voto, mas é exercido também no efetivo comando da administração, seja sob orientação direta do acionista controlador, seja em decorrência de poderes de gestão que representam o verdadeiro domínio da companhia. Nesse sentido, José Marcelo Martins Proença (2011, p. 72) adverte que a existência de interesses diversos dos diferentes atores na condução de uma empresa possibilita, na prática, o desvirtuamento do exercício do poder de controle, “de maneira a ser norteado pela busca da obtenção de fins pessoais e não do interesse social da companhia, o que torna extremamente necessária a existência de mecanismos de prevenção e controle de conflitos de interesses”.

Sendo assim, o art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76, estabelece que o controlador deve usar o seu poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objetivo e cumprir a sua função social. Prevê, ainda, que esse tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Encontra-se nesse dispositivo uma cláusula geral que fundamenta boa parte das normas de proteção dos minoritários em face dos controladores. Mais especificamente, na parte final do referido artigo de lei verifica-se a ideia de deveres

fiduciários, uma vez que, segundo Salomão Filho (2011, p. 194), “respeitar e atender lealmente interesses dos minoritários é nada mais nada menos que a formulação clássica dos deveres fiduciários”.

Destaca-se, também, que o dispositivo legal em análise consiste em um parâmetro de conduta do controlador no exercício dessa posição acionária, uma vez que a partir dele serão analisados os casos de abuso de poder (VERÇOSA, 2014, p. 256). Nesse sentido, encontra-se o seguinte trecho da exposição de motivos da Lei 6.404/76, destacado por Modesto Carvalhosa (v.2, 2003, p. 425):

O princípio básico adotado pelo projeto e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa - os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores de mercado e os membros da comunidade em que atua.

Vista a previsão contida no art. 116 da Lei 6.404/76 como um enunciado geral do dever de lealdade do acionista controlador, parte-se para a análise pormenorizada das regras de proteção contidas nos art. 115 e 117 da referida Lei.

4.3.2 O ABUSO DO DIREITO DE VOTO E O CONFLITO DE INTERESSES - ART. 115, LEI 6.404/76:

O exercício abusivo do direito de voto, como já referido anteriormente, é, no entendimento de Verçosa (2014, p. 222), a principal forma de quebra do dever de lealdade por parte do acionista controlador. Em verdade, trata o art. 115 da Lei das S/A do exercício do direito de voto em geral, manifestado tanto pelo controlador, quanto pelo acionista minoritário (CARVALHOSA, 2003, v. 2, p. 460). Prevê o dispositivo legal:

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que

tiver interesse conflitante com o da companhia.

§ 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.

§ 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

Norma Jonssen Parente (2011, p. 193) destaca que assim como o administrador que utiliza oportunidade comercial pertencente à companhia, em proveito particular, incorre em violação ao dever de lealdade, o acionista controlador que orienta a companhia para a utilização de oportunidade comercial que não lhe seja interessante, que seja estranha ao objeto social ou que venha a lhe causar prejuízos, incorre no exercício abusivo do direito de voto. Segundo a autora, em ambos os casos se encontra uma violação ao dever de lealdade.

O voto deve ser, portanto, exercido de maneira regular, sendo que parâmetro básico para se aferir a atuação do acionista nesse sentido corresponde ao objeto da sociedade, para cuja realização deve o acionista contribuir com o seu voto nas deliberações societárias (VERÇOSA, 2014, p. 231). No *caput* do referido enunciado legal, como visto, a lei dispõe que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia, sendo considerado abusivo o voto com o fim de causar dano à própria sociedade ou outros acionistas ou, ainda, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. Do ponto de vista concreto, conclui Verçosa (2014, p. 232) que tomando-se como parâmetro o objeto social, o voto regular, exercido no interesse da sociedade, será posto à prova em cada deliberação de assembleia na qual o acionista vier a manifestar esse direito.

Acerca da configuração do abuso do exercício do direito de voto, acrescenta Carvalhosa (2003, v. 2, p. 459) que essa ocorre quando o acionista não o exerce com moderação. Isto é, quando o exerce contrariamente ao interesse da companhia e dos demais acionistas e com o objetivo de causar-lhes danos, seja cerceando-lhes direitos patrimoniais ou políticos, seja tentando enriquecer ou obter vantagem sem justa causa. Observa-se, assim, que o objetivo de causar dano é inerente à figura do voto abusivo (CARVALHOSA, 2003, v. 2, p. 459). No entanto, a intenção de lesar a companhia ou os outros acionistas mediante o exercício do voto não deve ser

subjetivamente perquerida. Nesse sentido, a jurisprudência tem afirmado que o abuso deve reputar-se configurado ainda que a intenção fraudulenta não esteja provada, bastando que a deliberação vise alcançar fins contrários ao direito. (CARVALHOSA, 2003, v. 2, p. 459).

Como já referido, o *caput* do art. 115 da Lei 6.404/76 dispõe que o voto deve ser exercido no interesse da companhia. Discute-se, porém, o que deve ser entendido por “interesse da companhia”. A compreensão de tal conceito é fundamental para a verificação de ter, ou não, o acionista utilizado de forma adequada o seu direito de voto. A esse respeito, verificam-se três visões da doutrina, cuja síntese construída por Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa (2014, p. 233) será apresentada a seguir.

A primeira dessas visões consiste na teoria da “empresa em si”, a qual foi desenvolvida por Walter Rhatenau. Para esse, haveria uma contraposição entre o fim e o objeto social, sendo que o objeto social prevaleceria sobre o fim social. Disso resulta, para o autor, um predomínio dos órgãos administrativos sobre a assembleia geral, de forma a se dar maior poder ao controlador, que seria o depositário e intérprete do interesse social. (VERÇOSA, 2014, p. 233).

O institucionalismo, desenvolvido por Gierke, representa a segunda visão acerca do interesse social. Segundo essa teoria, em linha gerais, a pessoa jurídica seria uma entidade real, de modo que a sociedade teria um interesse próprio, não coincidente com os interesses particulares dos sócios, em relação aos quais teria primazia. (VERÇOSA, 2014, p. 233).

Por fim, tem-se o contratualismo, o qual apresenta algumas correntes. Uma dessas, bastante próxima ao institucionalismo, considera o interesse social diferente dos interesses dos sócios, mas se isola de qualquer fator estranho ao interesse da companhia, que não tenha origem no contrato social. Outra linha do contratualismo, essa mais restrita, defende a prevalência da comunidade do interesse dos sócios, manifestada em consonância com a busca da realização do objeto social. De um modo geral, Verçosa (2014, p. 235), observa que na doutrina contratualista o interesse social é o “interesse manifestado originariamente pela unanimidade dos sócios e, durante a vida da sociedade, pela coletividade deles que represente a maioria votante, sempre tendo em vista as limitações estabelecidas pelo objeto social”.

A par dessas três visões, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho

propõem uma solução baseada na visão de Ronald Coase, da empresa considerada como um feixe de contratos, e no recurso à teoria da sociedade entendida como um contrato-organização, segundo a qual objetivo estaria na busca da organização dos interesses envolvidos na companhia em favor de um interesse societário destacável do individual (VERÇOSA, 2014, p. 235). De forma geral, Comparato e Salomão Filho (2005, p. 379-380) defendem que o objetivo maior de uma estrutura societária consiste em reconhecer e internalizar interesses envolvidos pela sociedade e assegurar regras que permitam a composição de conflitos entre esses vários interesses. Dessa forma, os autores deslocam o foco da definição do interesse social para a distinção dos interesses interiorizáveis e não interiorizáveis.

Verçosa (2014, p. 237), após apresentar críticas as teorias referidas acima, defende que o interesse da companhia não pode ser confundido com os interesses dos acionistas em geral, do acionista controlador, dos administradores, dos trabalhadores, dos fornecedores, da comunidade em que ela atua e de tantos outros à ela relacionados. Segundo o autor, deve prevalecer a teoria de Gierke, pela qual considera-se a existência de um interesse de um ente dotado de vontade própria, distinta da vontade dos seus integrantes e de terceiros. Assim, Verçosa entende que “o interesse da companhia, tal como posto pelo legislador brasileiro nas normas societárias correspondentes, é único para cada uma delas e deve ser identificado pelo exame do caso concreto, toda vez que surgir um litígio a seu respeito”. (VERÇOSA, 2014, p. 238)

Modesto Carvalhosa (2003, v. 2, p. 457) também critica a identificação do interesse social com a somatória dos interesses individuais de cada acionista. Para Carvalhosa, o interesse social representa a “transcendência desses interesses por um interesse comum a todos, definido no objetivo empresarial específico da companhia e nos fins sociais que são comuns a todas elas, qual seja, a realização do lucro”. Assim, para o autor, a noção de interesse social possui caráter objetivo, uma vez que se encontra explicitado no objeto da companhia e nos seus fins de lucratividade e de utilidade social ou coletiva.

Vistos os aspectos gerais da discussão doutrinária a respeito da definição do interesse social, cumpre analisar o surgimento de um conflito de interesses entre sócio e sociedade, o qual pode surgir na medida em que aquele esteja perseguindo, enquanto sócio, objetivos diversos do interesse social.

Segundo Verçosa (2014, p. 239), uma situação de conflito de interesses

ocorre nos casos em que “a deliberação social possa afetar benéfica ou negativamente um interesse privado do acionista”, sendo que o “seu julgamento isento ficará viciado sempre que ele tenha um interesse pessoal contrário ao daquela [sociedade]”. (VERÇOSA, 2014, p. 239). Nesse sentido, o § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76 define hipóteses em que o acionista está proibido de exercer o seu direito de voto nas deliberações da assembleia geral.

Também com relação ao conflito de interesses entre o acionista controlador e a sociedade discute-se a respeito de ser esse um conflito formal ou material. Em verdade, dúvidas não há quanto as duas primeiras hipóteses do dispositivo. Porém, acerca da última hipótese, qual seja, “nem em quaisquer outras [deliberações] que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”, há dúvida sobre a sua caracterização como conflito de interesse formal ou material. (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 389).

Da mesma forma como o faz a respeito do conflito de interesses entre o administrador e a sociedade, Carvalhosa (2003, v. 2, p. 464) defende tratar-se de conflito formal, sendo impossível tratar da questão de forma casuística. Segundo o autor, “a configuração do interesse conflitante, além das duas hipóteses tipificadas na lei, torna-se uma questão que *a priori* somente pode ser deslindada através do critério formal”. (CARVALHOSA, 2003, v. 2, p. 464).

Por outro lado, tal como ocorre em relação ao conflito de interesses entre administrador e sociedade, parte da doutrina considera necessária a avaliação de conflito de interesses *in concreto*, não bastando sua mera previsão formal. Essa posição, é defendida por Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus Henriques (2008, p. 442). Os autores observam que os casos em que a Lei Societária menciona genericamente que o acionista em situação de conflito de interesse está impedido de participar das deliberações da companhia, tal como o faz com relação à última hipótese do §1º do art. 115, tratam-se de hipóteses de conflito substancial, “que deve ser apreciado em cada situação concreta, cabendo, portanto, a verificação do mérito do voto exercido pelo acionista detentor de interesse potencialmente conflitante com a sociedade”.

Uma vez observados, em termos gerais, alguns dos aspectos controvertidos referentes ao abuso do direito de voto e ao conflito de interesses, é necessário analisar as situações de abuso de poder de controle que, como visto, correspondem ao terceiro aspecto regrado pelo dever de lealdade do acionista controlador.

4.3.3 O ABUSO DO PODER DE CONTROLE - ART. 117, LEI 6.404/76:

A atuação do controlador com lealdade, diante dos acionistas e de terceiros é um dos fundamentos do direito societário. Dessa forma, a lei estabelece o parâmetro de conduta do controlador no exercício desta posição acionária, nos termos do art. 116, parágrafo único e do art. 116-A, a partir dos quais se verificará os casos de abuso de poder de controle. Ademais, no §1º do art. 117 se encontram modalidades do exercício abusivo do poder. (VERÇOSA, 214, p. 257).

Inicialmente, cumpre caracterizar a atuação com abuso do poder de controle. Encarada a questão de forma abstrata, Verçosa (2014, p. 261) observa que o abuso do poder de controle se caracteriza pelo desvio ou inação quanto à realização do objeto social, ou pelo descumprimento da função social da companhia. No mesmo sentido, Modesto Carvalhosa (2003, v. 2, p. 506) afirma que o abuso do poder de controle resulta:

Da causa ilegítima de decisões tomadas com a única finalidade de prejudicar uma categoria de acionistas ou para satisfazer os interesses exclusivamente pessoais de alguns deles. Nessa hipótese, o controle é desviado de sua finalidade legítima, ou seja, assegurar a acumulação do patrimônio social e a prosperidade da empresa.

Assim, para o referido autor, caracteriza-se o abuso do poder de controle pela prática de uma infração no exercício da prerrogativa legal de poder, devendo estar presentes três elementos. Primeiramente, deve haver o exercício do direito de controle; em segundo lugar, deve estar presente a antijuridicidade desse exercício; e por fim, deve verificar-se o prejuízo causado para as pessoas e entidades mencionadas no art. 116. (CARVALHOSA, 2003, v. 2, p. 509).

O §1º do art. 117 da Lei das S/A apresenta modalidades do exercício abusivo do poder. Ou seja, arrola formas pelas quais esse se configura, sendo o rol de caráter exemplificativo. Isso se verifica, na medida em que a orientação da Lei 6.404/76 sempre foi a de adotar padrões amplos, critério normativo que permite ao juiz e às autoridades administrativas (no âmbito da CVM) incluir, na enunciações que a lei traz, os atos lesivos efetivamente praticados pelos controladores. É nesse sentido que também se coloca a técnica adotada no art. 115 da mesma lei. Modesto Carvalhosa (2003, v. 2, p. 503) destaca um trecho da Exposição de Motivos de 1976 que evidencia esse entendimento:

O art. 115 cuida dos problemas do abuso do direito de voto e do conflito de interesses entre o acionista e a companhia. Trata-se de matéria delicada em que a lei deverá deter-se *em alguns padrões necessariamente genéricos*, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário, sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria, no interesse da companhia e da empresa.

Assim, cabe à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito de duas atribuições, apontar os atos, práticas e condutas dos controladores que capitulam nas modalidades enunciadas na lei, desde que se enquadre nos *standards* contidos no §1º desse artigo. Tal caráter exemplificativo também é destacado por Fábio Konder Comparato e por Calixto Salomão Filho (2005, p. 392), os quais afirmam que “a enumeração constante do §1º, de caráter obviamente exemplificativo, enseja uma aplicação analógica da norma. Mas a analogia supõe a identidade de um elemento nuclear, entre a hipótese de incidência definida em lei e o caso real assemelhado”.

Outro aspecto que merece ser destacado está em que a conduta do administrador, para o fim da configuração do abuso, não é examinada do ponto de vista do elemento subjetivo, culpa ou dolo, mas apenas quanto a ela mesma e ao descumprimento dos parâmetros gerais do parágrafo único do art. 116 (VERÇOSA, 2014, p. 258). Ou seja, não é necessário provar-se a intenção, tal como observado em relação ao abuso do direito de voto. Para a configuração do abuso do poder de controle, portanto, deve ser analisada a conduta, questionando se essa é prejudicial ao interesse social, comparando-a com padrões de comportamento geralmente aceitos em situações semelhantes. (CARVALHOSA, 2003, v. 2, p. 507).

Em que pese não seja necessário provar-se a intenção do agente, é preciso haver prova do dano concreto. Deve a lesão ser concreta e atual, de modo que, ainda que o controlador tenha agido dentro de uma das modalidades previstas como abuso de poder, se não houve dano concreto, não será ele responsabilizado. (CARVALHOSA, 2003, v. 2, p. 504).

Cumprido destacar, por fim, algumas das práticas mais comuns na seara do abuso do poder de controle, relacionadas no §1º, do art. 117 da Lei das S/A. A prática tratada pela alínea “e” do referido dispositivo legal merece destaque em função da temática em estudo. O dispositivo prevê que configura abuso de poder pelo controlador induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos na lei e no estatuto, promover, contra o

interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia geral.

Nesse caso, encontram-se descritas duas condutas. Em primeiro lugar, o administrador, usando do seu poder de fato, induz ou tenta induzir administradores ou fiscais a praticarem atos ilegais ou a descumprirem suas obrigações perante a companhia. Para tanto, tomam-se como parâmetros de conduta as determinações legais e/ou estatutárias, da forma como relacionadas nos arts. 153 a 157 da Lei das Sociedades Anônimas. Verçosa (2014, p. 263) observa que na prática dificilmente o controlador deixa de alcançar seu intento ilícito diante do administrador, uma vez que esse se vê diante de uma situação de iminente demissão. Por outro lado, destaca que o conselheiro fiscal possui mais segurança para resistir às pressões, uma vez que possui mandato fixo e não pode ser demitido *ad nutum* pelo controlador.

A segunda conduta destacada no dispositivo legal em comento consiste na atitude tomada pelo controlador, após os administradores e/ou conselheiros fiscais terem praticado o ato em detrimento de seus deveres, pela qual ele utiliza seu poder na assembleia geral para o fim de ratificar tais atos e, assim, retirar o caráter de ilegalidade que poderia levar à responsabilização dos agentes. Segundo Verçosa (2014, p. 264), essa é uma modalidade de abuso de poder de controle muito comum na prática societária. Importante destacar que contra ela, os acionistas minoritários dispõem de instrumentos previstos na lei para tornar ineficazes as ratificações deliberadas dessa forma.

Por fim, outra prática que merece ser destacada está prevista na alínea “f” no §1º, do art. 117, da mesma lei. Conforme o enunciado legal, incorre em abuso do poder de controle o administrador que contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas. A esse respeito, observa-se que o controlador não está proibido de contratar com a companhia, por si mesmo ou por meio de outra sociedade da qual faça parte ou em relação à qual tenha algum interesse econômico. O que o enunciado legal proíbe é a realização de tal contratação em termos de favorecimento unilateral do controlador ou da sociedade, cujos interesses venha a defender. Tal contratação corresponderia àquela realizada em condições econômicas diversas das de mercado, que causem um favorecimento econômico indevido, em detrimento dos interesses da companhia. (VERÇOSA, 2014, p. 264).

Como referido no início desse capítulo, o dever de lealdade, tal como os

demais deveres dos administradores, dos conselheiros fiscais e do acionista controlador, previstos na Lei 6.404/76, é estruturado com base em um padrão geral de conduta, o qual será contrastado com a atuação específica do agente em cada situação concreta. Assim, para que se tenha a devida compreensão do dever de lealdade, das condutas que a ele se relacionam, é necessário olhar para o caso concreto. Portanto, a seguir serão analisadas algumas decisões a respeito do dever de lealdade dos administradores, dos conselheiros fiscais e do acionista controlador de sociedades anônimas abertas. Isso, com o objetivo de verificar empiricamente a aplicação dos preceitos apresentados nesse capítulo.

5 A APLICAÇÃO DO DEVER DE LEALDADE PELO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O mercado de valores mobiliários brasileiro é regulado e fiscalizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Uma das funções desse órgão consiste, justamente, na punição de práticas prejudiciais aos investidores e ao mercado. Assim, dentre as atribuições da CVM se destaca a proteção dos investidores contra atos ilegais praticados pelos administradores, conselheiros e acionistas controladores das companhias abertas. Observa-se, também, que a CVM cumpre suas atribuições através da aplicação de penalidades aos autores das infrações, o que se dá por meio da instauração de um processo administrativo. Das decisões da CVM cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). (ROSSI; PRADO; SILVEIRA; MARTINS; PEREIRA, 2010, p. 69).

O CRSFN, criado pelo Dec. 91.152 de 1985, consiste em um órgão de deliberação coletiva e integra a estrutura do Ministério da Fazenda. É composto por oito conselheiros, nomeados pelo Ministro da Fazenda, com mandatos de dois anos, sendo admitida uma recondução. Quatro desses conselheiros são indicados pelo setor público, representando o Ministério da Fazenda, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários. Os outros quatro, por sua vez, são indicados pelo setor privado, em lista tríplice para a escolha pelo Ministro da Fazenda. Tal indicação no setor privado dá-se pela Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), pela Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD) e pela Federação Brasileira das Associações de Bancos (FEBRABAN).

O presente capítulo objetiva analisar as decisões proferidas pelo CRSFN atinentes ao dever de lealdade dos administradores, dos membros do conselho fiscal e dos acionistas controladores de companhias abertas. A escolha pelo estudo das decisões desse órgão deu-se em razão de ter o CRSFN competência para julgar os recursos das decisões proferidas pela CVM, a qual, por sua vez, representa o principal órgão regulador do mercado de valores mobiliários (ROSSI; PRADO; SILVEIRA; MARTINS; PEREIRA, 2010, p. 69).

A amostra de decisões analisada foi formada a partir da utilização do termo “dever de lealdade”, o qual foi inserido no campo de pesquisa de acórdãos

localizado no endereço eletrônico do CRSFN¹⁴. O período analisado corresponde ao máximo permitido pelo sistema de busca, qual seja, entre 1995 e 2015. Dessa pesquisa, foram obtidos 27 resultados, dos quais 18 são os que efetivamente tratam do dever de lealdade.

Assim, esses 18 acórdãos foram analisados com o objetivo de identificar, em linhas gerais, a conformação concreta do dever de lealdade. Abaixo, encontram-se comentados alguns desses casos, os quais foram selecionados por diferentes razões, a seguir explicitadas.

5.1 O DEVER DE LEALDADE DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS ABERTAS

Como observado anteriormente, a infração ao dever de lealdade por parte dos administradores se encontra regida pelos arts. 155 e 156, da Lei 6.404/76. Considerando as peculiaridades das condutas descritas no art. 155, *caput* e seus incisos, nos parágrafos do art. 155 e no art. 156, a análise de casos referente ao dever de lealdade dos administradores foi dividida em três subseções.

5.1.1 CONDUTAS PREVISTAS NO ART. 155, *CAPUT* E INCISOS, LEI 6.404/76

A respeito dessas previsões legais destaca-se, inicialmente, o acórdão do CRSFN catalogado sob o nº 11102/13, a partir do qual se observa concretamente uma infração ao art. 155, inciso II, por parte dos administradores da companhia aberta A. O caso em questão trata, basicamente, de aportes de capital realizados pela companhia A, por meio de suas sociedades controladas, em sociedades de propriedade da família controladora do grupo (para saneamento de suas contas) e que teriam gerado prejuízos a companhia A. Dentre outros aspectos, a decisão da CVM concluiu pela ocorrência de infração aos arts. 153, 154, *caput* e 155, *caput* e inciso II, todos da Lei 6.404/76, por parte de determinados diretores e membros do conselho de administração.

O CRSFN ao analisar o caso manteve a condenação realizando, contudo, adequações aos tipos imputados. Dessa forma, no entendimento desse órgão, os

¹⁴ <http://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html>

administradores da companhia A, pertencentes à família controladora do grupo, teriam comprometido recursos da companhia A ao realizarem aplicações em outras companhias deficitárias de sua propriedade, visando interesses particulares em detrimento dos interesses da companhia A. Assim, tais administradores omitiam-se dolosamente na proteção da companhia A, com o intuito de obter vantagem por meio das sociedades deficitárias das quais detinham o controle. Em razão disso, entendeu o CRSFN que todas as condutas descritas no caso deveriam ser consideradas como meio de se alcançar o resultado vedado pelo art. 155, inciso II, da Lei 6.404/76.

Conforme se observa na análise do acórdão mencionado, tal decisão pela condenação dos agentes foi baseada em diversos elementos probatórios. Porém, em outros casos, o CRSFN entendeu inexistirem provas suficientes para a configuração da infração ao dever de lealdade nos termos do art. 155, *caput* e inciso I. É o que se depreende do acórdão nº 11145/13, decorrente de processo administrativo sancionador proposto pela CVM com a finalidade de apurar eventual ocorrência de irregularidades relacionadas com o estabelecimento de tarifas de transporte ferroviário de cargas pela companhia A, em face dos seus administradores. Nesse caso, o Colegiado da CVM decidiu pela absolvição de todos os acusados por não haver provas que demonstrem as infrações imputadas.

O CRSFN ao analisar o recurso de ofício da CVM manteve a decisão de absolvição, concluindo que no caso concreto existiam mecanismos para restringir possíveis descumprimentos de deveres de lealdade dos administradores na determinação específica de tarifas. Diante da ausência de provas da infração desse dever nos autos e do fato do modelo tarifário observar os parâmetros legais, o conselheiro-relator do caso entendeu que a escolha tarifária compete ao juízo discricionário dos administradores, não competindo ao CRSFN avaliar o resultado (lucro ou prejuízo) da decisão por eles tomada.

Nesse caso, é interessante a declaração de voto apresentada pelo conselheiro Marcos Martins Davidovich, que corroborou o entendimento do conselheiro-relator observando que a política tarifária adotada apenas poderia ser questionada afastando-se a regra da *business judgment rule*. Assim, destacou que para que as decisões negociais estejam protegidas de qualquer análise de mérito, o administrador deve seguir, dentre outros, o princípio da decisão desinteressada, sendo essa representada pela decisão que não resulta em benefício pecuniário ao

administrador ou terceiros ligados a ele. No caso analisado, portanto, em razão da falta de provas no sentido de que a política tarifária teria sido estabelecida de forma interessada, com o objetivo de beneficiar os acionistas controladores em detrimento da companhia A, impunha-se a absolvição.

Merece destaque ainda o voto proferido no acórdão de nº 11023/12, na medida em que esse utiliza a noção de interesse social para descaracterizar a infração ao dever de lealdade por parte dos administradores. Concretamente, o caso analisa a regularidade de despesas incorridas pela companhia A com honorários advocatícios, bem como do termo de rateio de tais despesas celebrado entre a companhia A e suas controladoras (companhia B e companhia C). Nesse caso, o CRSFN reformou a decisão da CVM que havia entendido que as condutas analisadas no caso representavam infrações ao dever de lealdade por parte dos administradores, nos termos do art. 155, inciso I. O CRSFN entendeu pela absolvição dos acusados, sendo tal posicionamento fundamentado, dentre outros aspectos, no fato de que a celebração do referido termo de rateio, que centralizou as despesas jurídicas em torno da companhia A, era legítima uma vez que atendia ao interesse social.

A conformidade da conduta dos administradores com o interesse social, nesse caso, era evidenciada por tratar-se a companhia A de uma *holding* pura constituída com o objeto social claro de exercer o controle direto ou indireto de outras determinadas companhias. Nesse contexto, o conselheiro-relator aponta que a centralização das despesas jurídicas na companhia A, em razão de se referirem a despesas incorridas em ações judiciais cujo escopo visava à manutenção do poder de controle indireto de outras empresas na titularidade da companhia A, atendia ao objeto social e, conseqüentemente, ao interesse social. Desse modo, ao celebrarem o termo de rateio analisado nesse caso, os administradores não teriam faltado com o seu dever de lealdade para com a companhia A.

5.1.2 CONDUTAS PREVISTAS NO ART. 155, §§1º À 4º, LEI 6.404/76

A respeito da infração ao dever de lealdade pela prática de *insider trading*, nos termos do art. 155, §§1º à 4º, da Lei 6.404/76, destaca-se inicialmente um conjunto de acórdãos em que se verifica discussão a respeito da caracterização de fato relevante.

O primeiro desses acórdãos é o de nº 11058/13, o qual trata de operações supostamente realizadas com uso de informações privilegiadas, em ações de emissão da companhia A em período que antecedeu a divulgação de oferta pública para aquisição de suas ações. Conforme destacado pelo conselheiro-relator, Marcos Martins Davidovich, a principal questão enfrentada nesse caso cingia-se a determinação do momento no qual um fato torna-se material a ponto de impedir que os controladores detentores da informação operem com as ações de emissão das companhias envolvidas. Para tanto, o conselheiro-relator recorre à definição de fato relevante encontrada no §4º do art. 157 da Lei 6.404/76, observando que a Lei das S/A apresenta um conceito geral, na medida em que considera como fato relevante aquele que tenha o potencial de influenciar decisões de investimentos ou a cotação de valores mobiliários.

No caso ora analisado, o fato relevante referia-se a decisão de transferência de controle, sendo que se buscava delimitar a partir de qual momento seria possível considerar como material a informação detida pelos controladores, ou seja, a partir de qual momento o fato poderia influir, de modo ponderável, na cotação das ações ou na decisão de investimento. Observando que a legislação brasileira não traz uma resposta clara a esse conceito, o conselheiro-relator do caso recorreu ao direito norte-americano para apresentar uma solução jurisprudencial à questão. Assim, defendeu que a determinação da materialidade deve ser baseada no que denomina de “binômio probabilidade/magnitude”, o qual se refere ao balanceamento tanto da probabilidade do evento ocorrer, quanto da magnitude do evento, no contexto das atividades exercidas pela companhia. Ou seja, a materialidade de determinado fato deve ser equacionada sob esse binômio, observando o conselheiro-relator que:

Primeiramente deve-se realizar o teste da probabilidade, quando então colhem-se indícios para graduar o nível de interesse e concretização da operação pretendida. Havendo alto grau de probabilidade, estaremos diante de um fato relevante, desde que, por óbvio, haja ao menos um mínimo grau de magnitude, ou seja, desde que o evento tenha algum impacto nas atividades desempenhadas pela companhia ou em suas ações. Por outro lado, ainda que seja baixo o grau de probabilidade da ocorrência do fato pretendido, típico das fases iniciais de negociação, deve-se, necessariamente, passar ao exame da antecipação da magnitude do evento. Tratando-se de evento de grande impacto nas atividades sociais da companhia, forçoso reconhecer que eventual divulgação dessa etapa, ainda que preliminar, resultará em indissociável alteração no quadro geral de informações disponíveis, com o conseqüente potencial aumento na cotação das ações de emissão das companhias envolvidas.

Aplicando essa construção ao caso concreto, entendeu-se que a materialidade do fato estava caracterizada a partir de uma primeira reunião realizada que desencadeou diversos estudos para o estabelecimento do valor da companhia A e projetos de planejamento para compra de ações detida pelos controladores, uma vez que os fatos desencadeados a partir dessa reunião apontavam na direção da concretização do negócio. A magnitude, por sua vez, estava presente na medida em que se reconhece que a transferência de controle de uma companhia é um evento de grande impacto, tanto em relação às suas atividades rotineiras, quanto na cotação de suas ações. Diante disso, o CRSFN manteve a decisão da CVM que condenou os agentes que participaram das operações com as ações da companhia A, por infração ao disposto nos §§1º e 4º do art. 155, da Lei 6.404/76.

No acórdão de nº 11150/13 também foi aplicado o binômio probabilidade/magnitude para a caracterização do fato relevante. Nesse caso, também se apurava o uso de informação privilegiada relacionada à alienação do controle acionário da companhia A, em infração ao art. 155, §4º, da Lei 6.404/76. A partir da aplicação do referido binômio reconheceu-se que a existência de operação em andamento, com a demonstração de sério interesse em sua concretização, seria suficiente para a caracterização de fato relevante.

Destaca-se, ainda, o acórdão nº 11039/12 em que o CRSFN manteve a condenação de um diretor da companhia A, por quebra do dever de lealdade em violação ao art. 155, §1º, da Lei 6.404/76. Nesse caso, verificou-se que o referido diretor discutiu com o Banco X a possibilidade da companhia A efetuar uma oferta pública de aquisição de controle da companhia B, sendo que a partir do dia em que essa operação foi discutida o diretor da companhia A passou a realizar operações de compra e venda de ADRs (*American Depositary Receipts*) de emissão da companhia B.

Um dos aspectos discutidos no recurso se refere ao fato do ato ter sido realizado no exterior, diante do que inexistiriam danos ao mercado de capitais brasileiro. A esse respeito, entendeu o CRSFN que ainda que o ato tenha sido realizado no exterior, a emissão das ordens de compra de ADRs ocorreu no Brasil, diante do que essa ação importou em quebra do dever de lealdade em face da companhia A, da qual o indivíduo era administrador. Assim, verificou-se estar presente potencial dano a investidores brasileiros, na medida em que o *insider trading* se revela como o aproveitamento de informações reservadas a sociedade

emissora de títulos, em detrimento dos demais acionistas, que as ignoram.

O acusado, no caso em análise, também buscou reverter a condenação da CVM afirmando que não lhe poderia ser imputada violação ao disposto no art. 155, §1º, da Lei 6.404/76, na medida em que (i) ele teria negociado com valores mobiliários da companhia B, da qual não era ele administrador, bem como por (ii) não estar caracterizado o fato relevante na medida em que esse estava pendente de confirmação. Quanto a primeira alegação, o CRSFN ressaltou que o art. 155, §1º, da Lei das S/A, não exige que a tentativa de obtenção de vantagem decorra da venda ou compra de valores mobiliários de emissão da companhia da qual faça parte, sendo que no caso a realização de diversas operações com ações de emissão da companhia B, poderia importar em real prejuízo à companhia A, da qual o recorrente era administrador. A segunda alegação também não foi reconhecida, aplicando o CRSFN o entendimento demonstrado acima, segundo o qual fatos não definitivos ou ainda não formalizados podem caracterizar a existência de informação relevante. À luz do caso concreto, entendeu-se, portanto, que o recebimento de estudos sérios tratando da possibilidade de aquisição de outra companhia, ainda que não concluído ou formalizado, são fatos capazes de influenciar a cotação das ações.

Por fim, tem-se o acórdão de nº 11144/13, no qual ao contrário do observado nos casos expostos acima, o CRSFN entendeu não estar caracterizada a prática de *insider trading*. A esse respeito, destaca-se do voto proferido a possibilidade de descaracterização do uso de informação privilegiada quando as operações observam um histórico consistente e um padrão racional de negociação, sendo realizadas com o objetivo de dar cumprimento a obrigações contraídas anteriormente pela companhia.

5.1.3 CONDUTAS PREVISTAS NO ART. 156, LEI 6.404/76

No que tange à atuação dos administradores de companhias abertas em situações de conflito de interesses, destaca-se, primeiramente, o acórdão nº 10162/10 do CRSFN. Esse manteve a condenação do administrador da companhia A por práticas que caracterizaram infrações aos arts. 155, inciso II e art. 156, da Lei 6.404/76. Especificamente quanto à violação ao art. 156, as irregularidades verificadas referiam-se a aportes de capital realizados pela companhia A na sociedade B. À época dos fatos o referido administrador ocupava tal cargo tanto na

companhia A, quanto na sociedade B. Mais especificamente, na companhia A era o administrador cuja vontade prevalecia, sendo que na sociedade B era administrador, cotista e tinha relação de parentesco com outros cotistas.

Na decisão proferida pela CVM, observou-se que o administrador da companhia A não fez consignar em ata de reunião do conselho de administração a natureza e a extensão do seu interesse com relação às operações envolvendo a sociedade B, bem como deliberou sobre elas em reunião do conselho de administração e assinou as alterações contratuais representando a companhia A, diante do que estaria caracterizado o descumprimento ao art.156.

O CRSFN ao analisar o recurso apresentado pelo referido administrador concordou com a caracterização da infração ao art. 156, observando que pelas circunstâncias das operações e pessoas envolvidas o conflito de interesses era formal e substancial. Isso porque, sob o comando do recorrente a companhia A subscreveu o capital da sociedade B, a qual tinha como sócias outras empresas sediadas em paraísos fiscais e o próprio administrador. Ademais, na época dessa operação, verificou-se que a mãe e a esposa do administrador foram admitidas como sócias da sociedade B, pagando pelo seu capital um valor muito inferior àquele pago pela companhia A. Ainda, em outra operação uma dessas empresas estrangeiras, que era confessadamente uma empresa administrada pelo recorrente, retirou-se do capital da sociedade B, com ágio considerável. Tendo o administrador participado de todas essas operações sem qualquer restrição, beneficiando-se a partir delas, verificou-se a situação de conflito de interesses.

Por outro lado, no acórdão nº 10807/11 o CRSFN manteve a decisão de absolvição de administradores por infração ao art. 156, uma vez que nesse caso não foi evidenciada a obtenção de benefício particular por parte dos administradores. Tendo em vista que o referido caso apresenta discussões mais aprofundadas a respeito do abuso do poder de controle, sua análise será feita a seguir.

5.2 O DEVER DE LEALDADE DO ACIONISTA CONTROLADOR

Acerca da infração ao dever de lealdade por parte do acionista controlador de companhia aberta, destaca-se inicialmente o acórdão nº 10807/11, em razão da fundamentação apresentada para a caracterização da infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76. Nesse caso, portanto, o CRSFN manteve a decisão da CVM

quanto à condenação por violação ao art. 116, parágrafo único da Lei 6.404/76, em razão de a acionista controladora da companhia A ter constituído outra empresa para explorar simultaneamente o mesmo negócio desenvolvido, justamente, pela companhia A.

Destaca o conselheiro-relator do caso que a irregularidade foi caracterizada pela falta de lealdade do controlador à companhia, quando decidiu pela construção de uma planta industrial concorrente. Isso porque, não havia a menor possibilidade de que uma nova fábrica, construída em outra empresa, entrasse em operação sem provocar situações de conflito com a companhia A. Assim, ao tomar a decisão de empreender separadamente, a controladora, por ser do ramo, sabia das consequências para a companhia A, ficando caracterizada a falta de lealdade. Nesse caso, verificou-se que o controlador não utilizou o poder de controle com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função na sociedade, considerando-se presente a irregularidade consistente na inobservância do parágrafo único do art. 116 da Lei das S/A.

O conselheiro Nelson Alves de Aguiar Junior apresentou declaração de voto que traz mais elementos para a caracterização da infração ao dever de lealdade pela controladora da companhia A. Segundo o conselheiro emerge desse caso uma tensão resultante da contraposição entre a concepção de livre aproveitamento de oportunidades empresariais e a ideia elementar de lealdade para com os acionistas da companhia, os que nela trabalham e a comunidade em que atua. Dessa tensão o conselheiro destaca as consequências de não se ter levado a efeito o empreendimento sob o pálio da companhia A, que, tendo sido desprestigiada, não teve sequer a oportunidade de deliberar sobre seu interesse em assumir o novo desafio. Diante disso, a ação tomada pela controladora obstou à companhia A o cumprimento de seu objeto e de sua função social, diante do que o seus direitos e interesses, bem como os de seus acionistas minoritários, não foram lealmente respeitados e atendidos.

Também merece destaque o caso consubstanciado no acórdão nº 5455/04, o qual versa acerca do abuso do poder de controle. Tal caso se destaca em razão discorrer acerca da possibilidade ou não do controlador votar matérias nas quais tenha interesse conflitante com o da companhia.

Trata-se de apuração de irregularidades relacionadas com a alienação, para a companhia B, da participação detida pela companhia A na companhia C. Ao

decidir o caso a CVM condenou o controlador da companhia A por infração ao art. 117, §1º, alíneas “a” e “c”, a qual foi mantida pelo CRSFN. Em apertada síntese, destaca-se do voto do conselheiro-relator que, em que pese os recursos apresentados buscassem demonstrar que as operações realizadas não causaram prejuízos aos minoritários, nada justifica o expressivo aumento de crédito concedido ao controlador e, tampouco, o fato da companhia A ter passado a tomar recursos no mercado, destinando-os não ao cumprimento do seu objeto social, mas sim a cobrir um financiamento concedido à uma empresa na qual o acionista controlador detinha interesse direto. Além disso, conforme destacado no voto, o controlador da companhia A foi o único participante da Assembleia Geral Extraordinária que aprovou uma das operações analisadas.

A esse respeito, o conselheiro-relator do caso discorreu acerca de seu entendimento sobre o exercício do direito de voto por parte do controlador. Observou que se tem debatido muito acerca da possibilidade do acionista controlador votar em matérias nas quais tenha interesse conflitante com o da companhia. Nesse contexto, há quem defenda que o conflito de interesse deve ser apurado posteriormente, restando assegurado o direito do acionista controlador votar na assembleia, bem como há quem defenda, por outro lado, que o conflito é formal, não sendo necessário verificar a intenção do acionista controlador, sendo abusivo qualquer voto que seja proferido, sempre que houver a situação potencial de conflito de interesses.

Diante disso, o conselheiro-relator observa que o CRSFN ao examinar a matéria em janeiro de 2004, adotou uma terceira vertente que propugna pela necessidade de reflexão, *a priori*, pelo acionista controlador acerca da possibilidade de conflito, devendo ser verificado *a posteriori*, a legalidade e as consequências do voto. Nesse sentido, destaca que o fato da decisão ser anulável confirma que o voto do acionista, desde que proferido do interesse da sociedade, deve prevalecer, ainda que o acionista tenha outros interesses e mesmo que esses sejam conflitantes com os da companhia. Isso porque, mais do que um direito, o acionista controlador tem o dever de votar, sempre no interesse da companhia, e mesmo que em detrimento do seu próprio interesse, nas situações em que haja conflito.

No caso concreto analisado, observou-se que a atuação do acionista controlador deixou de ir de encontro os interesses da companhia, faltando com o seu dever de lealdade, razão pela qual esse foi condenado por infração ao art. 117, §1º, alínea “a” e “c”.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

De um modo geral, o presente trabalho buscou analisar o dever de lealdade dos administradores, conselheiros fiscais e controladores de sociedades anônimas abertas, sob a ótica das contribuições propiciadas por esse dever para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Verificou-se, inicialmente, a partir de uma breve análise do histórico de desenvolvimento do mercado de capitais nacional, a importância da existência de regras que protejam os investidores contra o arbítrio dos sócios controladores. Como visto, tal fato se encontra destacado na própria Lei 6.404/76 que, buscando incentivar o desenvolvimento de grandes empresas, facilitando a sua capitalização através do mercado acionário, estabeleceu um sistema de proteção das minorias acionárias baseado na institucionalização dos poderes e deveres do acionista controlador e dos administradores.

O estudo de algumas teorias acerca das precondições necessárias para o desenvolvimento dos mercados de capitais e das causas de sua incipiência também permitiu observar-se que, de fato, o direito é um importante fator para o desenvolvimento do referido mercado, na medida em que assegura a proteção aos acionistas minoritários. Apesar das críticas empreendidas contra esse argumento da teoria denominada *Law and Finance* e do reconhecimento de que há outros importantes fatores que impactam no referido desenvolvimento, verificou-se que esse é significativamente influenciado pela existência de um sistema de proteção das minorias acionárias.

Constatou-se, ainda, que o papel exercido por tal sistema de proteção é salientado diante da extrema concentração acionária identificada no Brasil. Isso porque, em sendo as companhias, tradicionalmente, controladas por um acionista majoritário ou por um grupo de acionistas, e verificando-se a possibilidade de dissociação entre propriedade acionária e poder de controle, constata-se a possibilidade de que os acionistas controladores atuem de forma a não maximizar o retorno do investimento dos acionistas minoritários e extraiam benefícios para si, em prejuízo aos demais acionistas da companhia. A esse respeito foi possível observar que no Brasil a extração de benefícios privados do controle é bastante elevada, representando uma barreira ao bom funcionamento do mercado de capitais.

Diante disso, através de normas cogentes, o legislador buscou limitar a

atuação dos controladores e administradores das companhias abertas, o que é verificado, por exemplo, através da imposição de deveres fiduciários a esses agentes, dentre os quais se encontra, justamente, o dever de lealdade. A seu respeito, observou-se que esse se encontra pautado por um padrão de conduta geral e abstrato, que será contrastado com a atuação específica dos agentes em cada caso concreto, bem como que os dispositivos da Lei 6.404/76 a que se refere possuem caráter exemplificativo.

Especificamente quanto ao dever de lealdade dos administradores verificou-se que a doutrina discorre de maneira diversa a seu respeito, não se encontrando um tratamento uniforme a respeito das condutas que integram esse dever. De todo modo, a partir da análise do posicionamento de alguns autores constatou-se que a previsão do dever de lealdade dos administradores regula a prática dos seguintes comportamentos: a) manter reserva sobre os negócios da companhia - conduta disposta no art. 155, *caput*; b) usurpação de oportunidade comercial - conduta disposta no art. 155, inciso I; c) omissão no aproveitamento de oportunidade comercial - conduta disposta no art. 155, inciso II; d) adquirir bem necessário à companhia - conduta disposta no art. 155, inciso III; e) insider trading - conduta disposta nos parágrafos do art. 155; f) atuação em conflito de interesses - conduta disposta no art. 156; g) concorrência com a sociedade.

No que toca ao dever de lealdade dos membros do conselho fiscal, destaca-se apenas que esse se encontra configurado da mesma forma que o dever de lealdade dos administradores, por força do disposto no art. 165, da Lei 6.404/76.

Ademais, verificou-se que, em razão da influência exercida pelo controlador sobre a administração, todo ato de administração que seja tomado por sua influência deve ser também a ele imputado. Assim, o acionista controlador também possui um dever de lealdade para com a companhia. Entretanto, observou-se que, diversamente do que ocorre com o dever de lealdade dos administradores, a sua tutela não é feita por meio de norma própria. A partir da doutrina analisada verificou-se que o dever de lealdade dos acionistas controladores de companhias abertas encontra-se pautado na regra geral prevista no art. 116, parágrafo único, bem como na disposição atinente ao abuso do direito de voto e ao conflito de interesses, encontrada no art. 115, e, ainda, no abuso do poder de controle, regulado pelo art. 117, todos da Lei 6.404/76.

Por fim, a análise de algumas decisões proferidas pelo Conselho de

Recursos do Sistema Financeiro Nacional demonstrou a relevância do papel atribuído à CVM e ao próprio CRSFN, na medida em que promoveram a responsabilização dos administradores e controladores quando esses incorreram na prática de atos que afrontaram ao dever de lealdade. A partir dos casos analisados foi possível verificar diferentes formas pelas quais os acionistas controladores e os administradores utilizaram a companhia para obter benefícios particulares, tendo privilegiado seus interesses em detrimento dos interesses da sociedade. Assim, a análise dessas decisões demonstrou concretamente o papel exercido pelo dever de lealdade em auxiliar na proteção dos acionistas minoritários frente às práticas abusivas perpetradas por tais agentes.

Por todo o exposto, acredita-se que, ainda que de modo singelo, foi possível caracterizar o dever de lealdade enquanto um fator que contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, uma vez que esse conforma o comportamento dos administradores, conselheiros fiscais e controladores, de modo tal que esses conduzam a atuação das companhias abertas em direção à promoção do interesse social.

BIBLIOGRAFIA

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)**. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto . Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rbe/v61n2/a01v61n2.pdf>. Acesso em: 04/07/15.

_____. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572005000200009. Acesso em: 04/07/2015.

BEBCHUK, Lucian; ROE, Mark J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. **Standford Law Review**, v. 52, 1999. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=202748. Acesso em: 10/06/15.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BULGARELLI, Waldirio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CARVALHO, Antonio Gledson de. Ascensão e declínio do Mercado de capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. **Economia aplicada**. v. 4, n.3, jul-set/2000.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedade anônimas**. 3.ed., v. 3, São Paulo: Saraiva, 2003.

_____. **Comentários à lei de sociedade anônimas**. 3.ed., v. 2, São Paulo: Saraiva, 2003.

COFFEE JR, John C. The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control. **Yale Law Journal**, v. 111, 2001. Disponível em: <http://www.yalelawjournal.org/article/the-rise-of-dispersed-ownership-the-roles-of-law-and-the-state-in-the-separation-of-ownership-and-control>. Acesso em: 22/06/15.

_____. Do norms matter? A cross-country evaluation. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 149, 2001. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=257613. Acesso em: 22/06/2015.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4.ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005.

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. Recurso 12357, Processo CVM 29/2005, Acórdão CRSFN 11102/13, 354ª Sessão. Brasília, 18 de junho de 2013. Ata publicada no D.O.U. de 05/08/13. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO CRSFN-11102-13.doc>

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. Recurso 12707, Processo CVM IA-2005-14, Acórdão CRSFN 11145/13, 357ª Sessão. Brasília, 25 de setembro de 2013. Ata publicada no D.O.U. de 04/11/13. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO CRSFN-11145-13.doc>

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. Recurso 11628, Processo CVM 03/04, Acórdão CRSFN 11023/12, 345ª Sessão. Brasília, 25 de outubro de 2012. Ata publicada no D.O.U. de 28/11/12. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO CRSFN-11023-12.doc>

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. Recurso 12358, Processo CVM 24/05, Acórdão CRSFN 11058/13, 350ª Sessão. Brasília, 26 de fevereiro de 2013. Ata publicada no D.O.U. de 22/04/13. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO CRSFN-11058-13.doc>

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. Recurso 13264, Processo CVM RJ-2009-13459, Acórdão CRSFN 11150/13, 357ª Sessão. Brasília, 25 de setembro de 2013. Ata publicada no D.O.U. de 04/11/13. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO CRSFN-11150-13.doc>

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. Recurso 12042, Processo CVM SP-2007-0118, Acórdão CRSFN 11039/12, 347ª Sessão. Brasília, 05 de dezembro de 2012. Ata publicada no D.O.U. de 20/12/12. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO CRSFN-11039-12.doc>

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. Recurso 12353, Processo CVM 25/04, Acórdão CRSFN 11144/13, 357ª Sessão. Brasília, 25 de setembro de 2013. Ata publicada no D.O.U. de 04/11/13. Disponível em: [http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO CRSFN-11144-13.doc](http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO%20CRSFN-11144-13.doc)

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. Recurso 11101, Processo CVM 12/01, Acórdão CRSFN 10162/10, 318ª Sessão. Brasília, 14 de setembro de 2010. Ata publicada no D.O.U. de 08/10/10. Disponível em: [http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO CRSFN-10162-10.doc](http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO%20CRSFN-10162-10.doc)

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. Recurso 12709, Processo CVM RJ-2008-1815, Acórdão CRSFN 10807/11, 333ª Sessão. Brasília, 09 de novembro de 2011. Ata publicada no D.O.U. de 14/12/11. Disponível em: [http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO CRSFN-10807-11.doc](http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO%20CRSFN-10807-11.doc)

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. Recurso 4236, Processo CVM 04/99, Acórdão CRSFN 5455/04, 242ª Sessão. Brasília, 20 de outubro de 2004. Ata publicada no D.O.U. de 20/12/04. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO-CRSFN-5455-04.doc>

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. **Journal of finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w8711.pdf>. Acesso em: 06/07/15.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. 2.ed. **Lições de Direito Societário: Sociedade Anônima**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, v. 2, 2005.

GORGA, Érica. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n.4, p. 305-360, 1976. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043. Acesso em: 06/07/15.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. **Journal of Finance**, v. 52, n.3, 1996. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w5661.pdf>. Acesso em: 04/06/15.

_____. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, 2000. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908. Acesso em: 04/06/2015.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The economic consequences of legal origins. **Journal of economic literature**, v. XLVI, 2008. Disponível em: <http://hdl.handle.net/11245/2.63538>. Acesso em: 04/06/15.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalho da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n.1, , p. 07-18, 2002.

LOBO, Jorge. Proteção à minoria acionaria. **Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro**, nova série, ano XXXVI, v. 105, p. 25-36, jan-mar, 1997.

MACARINI, José Pedro. Um aspecto da política econômica do "milagre brasileiro": a política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971. **Estud. Econ.**, São Paulo, v. 38, n. 1, p. 151-171, mar. 2008. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-41612008000100007. Acesso em: 15/05/15.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro desde 1964. *In*: PÁDUA LIMA, Maria Lucia. **Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil**. Saraiva: São Paulo, 2013.

NENOVA, Tatiana. Control values and changes in corporate law in Brazil. **EFMA 2002 London Meetings, 2001**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=294064>. Acesso em: 06/07/15.

PARENTE, Norma Jonssen. O dever de lealdade do administrador e a oportunidade comercial. **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**, ano 14, v.54, p. 185-194, 2011.

PRADO, Viviane Muller. **Conflitos de interesses nos grupos societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

PROENÇA, José Marcelo Martins. Direitos e deveres dos acionistas. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. (Coord). **Direito societário: sociedades anônimas**. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos**. São Paulo: Saraiva, 2014.

ROE, Mark J. Corporate's Law limits. **Journal of Legal Studies**, v. 31, 2002. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260582. Acesso em: 25/06/16.

ROSSI, Maria Cecília; PRADO, Viviane Muller; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; MARTINS, Leandro; PEREIRA, Thomaz Henrique Junqueira de Andrade. Decisões da CVM em matéria societária no período de 2000 a 2006. **Doutrinas essenciais de direito empresarial**, v. 3, p. 69, 2010.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n.2, p. 79-86, 2008. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902008000200007. Acesso em: 06/07/15.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 2.ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2006.

SPINELLI, Luis Felipe. **O conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros Editores, 2012.

TRUBEK, David M; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; SÁ, Paulo Fernandes de. **Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970)**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito comercial**. 3.ed., v.3, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

WALD, Arnoldo. O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário. **Revista de Direito Mercantil**, v. 110, abr-jun, p. 7-15, 1998.

YAZBEK, Otávio. As companhias abertas - sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. (Coord). **Direito societário: sociedades anônimas**. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 2011.