

GOVERNANÇA CORPORATIVA E RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES

Autor: João Otávio Spaca de Souza (UNESP)

Orientador: Prof. Dr. Luiz Antonio Soares Hentz (UNESP)

1. Introdução

Os debates sobre Governança Corporativa tomaram maiores proporções no final do século XX. Foi tema de discussão a atuação dos órgãos e das entidades responsáveis pelo mercado de capitais, como também, a forma como as leis regulavam a sociedade anônima em face do desempenho de suas atividades e de suas estruturas.

No Brasil, encontrávamos um mercado de capitais incipiente, constantes incentivos governamentais às empresas e, estas, em grande parte, estavam sob controle familiar e buscavam capital no sistema financeiro. Contudo, esse contexto começou a mudar nos últimos anos, ocorrendo um crescente desenvolvimento do mercado de capitais, esforços das companhias em adotarem práticas de governança corporativa e reformas legislativas.

Nessa onda de mudanças, a Bovespa e a CVM – Comissão de Valores Mobiliários – passam a ter papel significativo, principalmente, devido à ampliação de seus poderes de auto-regulação. Poderes, estes, essenciais, uma vez que as reformas legislativas são demais demoradas, frente à agilidade que a economia demanda.

O presente trabalho, por conseguinte, visa explicitar tais temas, considerando órgãos essenciais da Sociedade Anônima e sua atuação em relação às práticas de Governança Corporativa, tais como independência, divulgação de informações, entre outros. Também, buscar-se-á evidenciar deveres e responsabilidades dos administradores dessas sociedades.

2. Mercado de capitais

A conjuntura em que o mercado de capitais se desenvolveu não foi das melhores. Durante décadas, houve incentivos governamentais passageiros, governos permeados pela corrupção e legislando para saciar os interesses de certos grupos, companhias caracterizadas pelo poder familiar, etc. (VALADARES, apud CAMARGO, 2007, p. 102). Por volta de 1990, isso começa a mudar. Iniciaram-se as privatizações das empresas públicas para que o Estado deixasse a posição de agente econômico (Cf. CAMARGO, 2007, p. 102-103).

O mercado de capitais no Brasil, desde o seu início, era visto como algo de custo elevado e difícil acesso às companhias. Salvo exceções, estas, preferiam financiar suas atividades pelo sistema financeiro, mesmo estando sujeitas às altas taxas de juros brasileiras. Não se tinha incentivos suficientes, nem confiança no mercado de capitais. Os investidores eram poucos e com grande qualificação. Faltava proteção legal e o risco de ser lesado por fraudes era grande (Cf. CAMARGO, 2007, p. 104). Entretanto, nos últimos anos o mercado de capitais vem sofrendo várias mudanças, elencando-se como uma das bases destas o Novo Mercado criado pela Bovespa, que pode ser entendido como uma forma de solução às dificuldades desse mercado (SALOMÃO FILHO, apud CAMARGO, 2007, p. 104).

Cita-se as seguintes alterações no mercado de capitais: novas emissões primárias e secundárias das companhias abertas; as companhias de capital fechado e as de médio porte começaram a abrir seu capital; o controle concentrado e familiar passou a dar espaço à dispersão das ações através da reestruturação das companhias; o mercado de capitais brasileiro passou a comportar novos investidores; existência de abundância de recursos financeiros no mundo a ser investido em ações; melhor desempenho das ações ordinárias em relação às preferenciais; crescente necessidade de realização de assembleias gerais em face das companhias de controle difuso que surgiram (Cf. CAMARGO, 2007, p. 100).

O papel do Estado, como regulador das informações transmitidas pelos agentes econômicos, é de extrema importância. Através das instituições, o Estado pode incentivar tais agentes a prestar informações de melhor qualidade e, com isso, buscar que não ocorra fraudes e abusos, como nos escândalos de contabilidade da Enron e da WorldCom (CAMPBELL, apud CAMARGO, 2007, p. 106-107). Estes, serviram de alerta, despertando a atenção estatal para a regulação da disponibilização de informações pelas companhias e da adoção, por estas, de práticas de governança corporativa. Tanto que, frente aos vários escândalos, o

governo norte-americano criou a lei Sarbanes-Oxley, de modo a coibir tais abusos e fraudes (Cf. CAMARGO, 2007, p. 106-107).

A CVM surge como órgão que fiscaliza e disciplina o mercado de valores mobiliários no Brasil, tendo importante papel na divulgação de informações pelas companhias, tanto que no art. 38, da sua Instrução 400, indica que as informações contidas no prospecto devem ser atuais, completas, verídicas, claras, objetivas e necessárias, etc. Observa-se, ainda, a relevância das entidades, governamentais ou não governamentais, na adoção do *full disclosure*, com destaque para a Bovespa e do IBGC. A Bovespa criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o IBGC editou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que relevam, fundamentalmente, a adoção de uma política de divulgação de informações de qualidade e de forma transparente (Cf. MARTINEZ, 2005, p. 104-105).

Cabe a CVM regular e fiscalizar as negociações de valores mobiliários no mercado de capitais. Em face às alterações deste mercado, a CVM tem de empreendido esforços no intuito de incentivar e obrigar as companhias a prestarem informações de qualidade ao investidor, coibindo práticas ilícitas como *insider trading*, investigando e punindo administradores e controladores das companhias abertas. Encontra-se, ainda, fundamentos legais para obrigar as companhias a prestar informações, tais como os arts. 155 a 160 da Lei 6.404/1976. Também, no art. 22, § 1.º, I, II, V e VI, da Lei 6.385/1976, em que a se CVM é competente para tratar da periodicidade da divulgação de informações, indicar as informações a serem prestadas, etc (Cf. CAMARGO, 2007, p. 110-111).

Cabe observar que a legislação referente ao mercado de capitais foi criada para um mercado incipiente, tornando-se inadequadas frente às suas alterações e o seu intenso crescimento. Pelas leis brasileiras não comportarem tal crescimento, os direitos das partes envolvidas nas negociações de valores mobiliários devem ser resguardados de outra forma, como pela auto-regulação, bem definida na Bovespa (Cf. CAMARGO, 2007, p. 113). Por isso, a Bovespa criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), em que, por exemplo, para a companhia fazer parte do Novo Mercado, deve ela prestar informações além das exigidas legalmente (Cf. MARTINEZ, 2005, p. 104). O Novo Mercado se funda em quatro pontos principais: auto-regulação; *full disclosure*; proteção ao minoritário; adequação estatutária da companhia a certas exigências, como a resolução do conflito entre sócios por arbitragem (Cf. CAMARGO, 2007, p. 105).

Outra alternativa, é a iniciativa de entidades não governamentais, como a ABRASCA, que editou o Manual de Controle e Divulgação de Informações Relevantes da Associação Brasileira das Companhias Abertas. Tal documento procura dar orientação às companhias abertas, de forma a evitar o vazamento e utilização de informações privilegiadas (Cf. CAMARGO, 2007, p. 114).

As companhias que almejam ter acesso ao capital pelo mercado de capitais, precisam adaptar-se a esse novo contexto, em que está presente um investidor peculiar, que aprimorou suas formas de análises dos riscos a que se exporá, exige alto nível de transparência das companhias na divulgação de informações e que sejam resguardados seus direitos no âmbito civil, administrativo ou criminal. Novas expressões também surgem, tais como: capital pulverizado, em que se desfaz o controle concentrado e passa a existir a dispersão acionária (Cf. CAMARGO, 2007, p. 105); e *insider trading*, que se refere àquele que está em posse de informações privilegiadas e as negocia (PROENÇA, apud CAMARGO, 2007, p. 105).

3. Governança Corporativa

Na busca de capital, a empresa procura um financiador peculiar: o mercado de capitais. No entanto, para isso, é preciso que se tenha uma política de divulgação de informações, sobre a qual se baseia esse mercado, e adotem-se práticas de governança corporativa (MOSQUERA, apud MARTINEZ, 2005, p. 95). Martinez (2005, p. 96) define Governança Corporativa como certas prática que finalizam a otimização do desempenho de uma companhia “[...] ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores empregados e credores, tendo em vista a separação entre controle e propriedade, facilitando o acesso ao capital.”

A partir dos anos de 1980, começou-se a discutir sobre as práticas de Governança Corporativa, discussão que foi potencializada após vários casos, como o da Wordcom e da Parmalat, de falta de prestação de informações, que levaram os investidores à grandes perdas (CARLSSON, apud MARTINEZ, 2005, p. 97). Surgiu, então, a preocupação em adotar-se práticas de Governança Corporativa, e, como uma das bases de sustentação, a ampla divulgação de informações (a chamada *full disclosure*). Evidente que uma divulgação de informações deficiente facilita aos gestores e acionistas controladores tirarem vantagem dos minoritários e dos investidores. Em contrapartida a isso, surge o *full disclosure* como forma de proteção

aos últimos¹. Para que o mercado possa se desenvolver, divulgar informações é imprescindível, pois o investidor analisa as que lhe são disponibilizadas para saber dos riscos a se submeter. Se as mesmas forem parciais, ou inverídicas, ficará inseguro, acarretando conseqüente repercussão sobre o valor das ações. Os benefícios da ampla divulgação de informações, refletem-se diretamente na atração de investimentos, em razão da sua transparência na disponibilização ao mercado (Cf. MARTINEZ, 2005, p. 96).

Existem alguns requisitos a serem observados em tais informações, pois devem ser: “[...] (i) amplas e fidedignas, devendo abordar tanto os aspectos positivos quanto os negativos relacionados a informações financeiras e não financeiras da companhia [...]; (ii) facilmente acessíveis a todo o mercado [...]; e (iii) tempestivas, [...]” (Martinez 2005, p. 97-98). Uma política eficiente de divulgação de informações contribui significativamente para a valorização da companhia, trazendo-lhe benefícios constatados empiricamente, em várias pesquisas realizadas².

A legislação brasileira tem reconhecido a importância da divulgação de informações. Exemplo disso é a Lei 10.303, de 2001, que modificou a Lei 6.404, de 1976 (Lei das Sociedade por Ações), dando maior valoração a essa prática. Dentre as modificações, cita-se o art. 116-A, da Lei 6.404/1976, em que o acionista controlador e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou do conselho fiscal, ficam obrigados a informarem de imediato, à CVM e às Bolsas de Valores, modificações em sua posição acionária (Cf. MARTINEZ, 2005, p. 103-104).

Após a Segunda Guerra Mundial, nota-se significativa mudança em relação ao mercado de capitais e à estruturação das companhias. Há crescimento da atuação de investidores institucionais (fundos de pensão e fundos mútuos de ações), que passaram a influenciar a administração das companhias e exigir seus direitos, chegando, até, a representarem maioria acionista (DRÜCKER, apud MORAES, 2006, p. 53). As práticas de Governança Corporativa se intensificaram entre as companhias norte-americanas e o poder de controle concentrado deu espaço à sua pulverização, pela dispersão das ações (Cf. MORAES, 2006, p. 53).

Tradicionalmente, as empresas brasileiras apresentam um acionista controlador. No entanto, esse quadro começa a mudar, em face da dispersão acionária experimentada por várias companhias, dentre as quais, Lojas Renner S/A, Embraer, Perdigão S/A, etc., culminando na pulverização do poder de controle (Cf.

MORAES, 2006, p. 60). Em razão disso, o conselho de administração toma maior importância com a pulverização das ações, passando a decidir o que antes acionista controlador decidia. Por isso, deve desempenhar suas funções com independência, adotando prática de Governança Corporativa para que os acionistas possam fiscalizar a administração da companhia. O conselho de administração deve definir políticas a serem seguidas e supervisionar a sua execução pelos diretores (Cf. MORAES, 2006, p. 82).

A característica básica das companhias brasileiras, até 1976, era a de apresentarem um acionista controlador, ou grupo de acionistas, enquanto os minoritários representavam investidores em busca de especulação, que não tinham interesse na administração. Com a edição da Lei 6.404 e 6.385, ambas em 1976, deu-se uma nova visão às companhias, seus controladores e minoritários, regulando-se o abuso no poder de controle e a responsabilidade do controlador e administradores (Cf. MORAES, 2006, p. 54).

Em 1997, a Lei 9.457 restringiu o direito dos acionistas minoritários ao *tag along*, revogando o art. 254 da Lei 6.404/1976. Entretanto, em 2001, a Lei 10.303 veio a ampliar os direitos dos minoritários, tal como na adição do art. 254-A à Lei 6.404/1976, que obriga o adquirente do controle da companhia a realizar oferta pública para adquirir as ações com direito voto dos demais acionistas, garantindo-lhes o valor mínimo de 80% do valor pago às ações do bloco de controle. Com respeito às mudanças na Lei das Sociedades Anônimas em 2001, entre outros, Luiza Rangel de Moraes (2006, p. 55) elenca: 1) em ocorrendo alienação de controle, os acionistas ordinários deveram ser tratados de forma igualitária; 2) os acionistas minoritários poderão participar do conselho de administração quando preenchidos os requisitos legais; 3) o fortalecimento da CVM; 4) a resolução de conflitos entre acionistas por arbitragem.

4. Responsabilidade dos administradores

4.1. Dado histórico e responsabilidade civil

Com o surgimento das grandes companhias no século XVII, observou-se uma tendência de limitação à responsabilização dos sócios-gerentes (REQUIÃO, apud MARIANI, 2005, p. 63). Entretanto, como afirma Mariani (2005, p. 63) munir estes

administradores de imunidade à responsabilização acabou por provocar abusos e, conseqüentemente, prejudicar terceiros, levando a uma nova tendência, na modernidade, de estender as responsabilidades dos administradores.

Sobre a responsabilização civil, como abordada em nosso Código Civil, em linhas gerais, pode ser destacado a responsabilidade contratual e a extracontratual. A primeira é evidenciada quando do descumprimento de uma obrigação contratual; já a segunda, quando da inobservância de um dever que a lei comina de modo genérico. Na responsabilidade contratual existe a presunção de culpa, cabendo ao ofendido a evidenciar que o ofensor descumpriu determinada obrigação; enquanto que na extracontratual, o lesado deve provar que, aquele que o lesionou, agiu com culpa ou dolo (Cf. GONÇALVES, 2003, p. 448-449).

4.2. Conselho de administração e o acordo de acionistas

Com a Lei 6.404/1976, o conselho de administração passou a ser o órgão competente para administrar a companhia, tendo forma colegiada, com funções indelegáveis que norteiam suas obrigações. Ele é obrigatório para as companhias de capital aberto, autorizado ou de economia mista. Hierarquicamente, pode-se dizer que está em posição superior à diretoria, competindo ao conselho orientar políticas de cumprimento às diretrizes que os acionistas estabeleceram e eleger diretores, dentre outras atribuições (Cf. BARROSO, 2005, p. 45). A importância do conselho de administração toma dimensão significativa, sendo o encarregado de levar à diretoria as orientações derivadas das deliberações da assembléia geral.

Considerando a atuação dos conselheiros, estes são eleitos para defender os interesses da companhia, sendo assim os interesses da sociedade estão acima dos interesses pessoais de um único acionista. O conselheiro, como administrador da companhia, deve agir em favorecimento de todos os acionistas. Cabe ao conselheiro cumprir com suas obrigações na medida em que utiliza seu direito de voto nas reuniões realizadas pelo conselho e orientar as atividades da diretoria (Cf. BARROSO, 2005, p. 46-47).

O administrador deve praticar atos que competem as suas funções, observando o que foi dito acima. Deve responsabilizar-se pelas conseqüências dos mesmos, uma vez que lhe foi confiada a administração da companhia pelos acionistas e, estes, esperam prudência de sua parte. Tal responsabilidade pela

administração baseia-se em ter uma obrigação, legal ou contratual, anteriormente expressa e, isso, vincular o administrador ao seu cumprimento. No caso da responsabilização do administrador da Sociedade Anônima, é a Lei 6.404/1976 que a delimita no art. 158, I e II (Cf. BARROSO, 2005, p. 47).

A responsabilidade do conselheiro de administração há de ser apurada, em regra, pela verificação de seu voto. Considerando que o administrador é responsabilizado quando age, dentro de suas atribuições, com culpa ou dolo, ou quando fere a lei ou o estatuto social, o conselheiro terá responsabilidade se se averiguar que seu voto incide em tais premissas. Assim, votando em consonância com a deliberação do conselho e, esta, trazer prejuízos a companhias, ou for contrária ao estatuto ou à lei, será responsabilizado por tais. Da mesma forma, pela abstenção de votar, e isso causar prejuízos à empresa, o administrador será responsabilizado (Cf. BARROSO, 2005, p. 47-48).

Com respeito ao acordo de acionistas, Barroso (2005, p. 48) considera a sua característica de contrato civil que formaliza a orientação dos acionistas agirem em conformidade à condutas pré-determinadas no acordo, com relação ao direito de voto, venda e compra de suas ações, entre outros. É contemplado seu caráter de situar-se fora do estatuto social. Entretanto, observa que pode repercutir dentro da companhia, como no exercício do direito de voto. Carvalhosa elucida sobre o acordo de acionistas ter sua celebração fora do âmbito da companhia e ser estranho aos atos que a constituíram, ainda mais, “[...] à sua organização, ao funcionamento de seus órgãos e às alterações na sua estrutura”, sendo a sociedade ‘parte estranha ao acordo, o qual distingue-se, por seu objeto e sua finalidade, do direito próprio da companhia’” (CARVALHOSA, apud BARROSO, 2005, p. 48).

Sendo praxe no Brasil, os acionistas que celebram acordo reúnem-se previamente a assembléia geral para decidirem sobre o voto que proferirão na mesma. Em muitos casos, reúnem-se antes da reunião do conselho de administração, para decidirem como conselheiro deverá votar, evidenciando a vinculação do administrador com os interesses do acionista que o elegeu. A explicação disso está no característico controle familiar da empresa brasileira, em face da qual a maior parte dos conselheiros de administração, no geral, são da família do controlador. Entretanto, algumas mudanças das companhias, quanto a isso, vem ocorrendo, já que muitas delas começam a adotar práticas de governança corporativa além das previstas em lei (Cf. BARROSO, 2005, p. 49-50).

Quando nos referimos à Governança Corporativa, devemos considerar, de certa forma, a separação entre controle e propriedade da companhia. Em relação a isso, com o advento do § 8.º, do art. 118, da Lei das Sociedades Anônimas, introduzido pela Lei 10.303/2001, Carvalhosa (apud BARROSO, 2005, p. 52) evidencia certa frustração às orientações de Governança Corporativa que os incentivadores desta lei tentaram introduzir. O § 8.º expressa que tal situação demonstra a vinculação do administrador aos acionistas, sendo mais um entrave à independência que deveria ter aquele em relação a este. Barroso (2005, p. 52) aponta como uma das justificativas a isso, que a na vinculação do administrador ao acordo de acionistas poderia gerar insegurança e instabilidade dentro das companhias, levando o legislador a inserir tal § 8.º com intuito de promover segurança jurídica a esses acordos.³ Entretanto, o mesmo autor questiona, como que ficaria a situação do administrador que desobedecesse o acordo de acionistas, votando contrariamente ao deliberado por estes (Cf. BARROSO, 2005, p. 52).

É indicado, pelo § 8.º, que o presidente do órgão colegiado desconsidere o voto de tal administrador. No entanto, este não assumiria responsabilidade pelo seu voto ser contrário ao deliberado pelos acionistas do acordo? Se assim o fosse, o que dizer da independência, obrigações e responsabilidades próprios do conselho de administração, que a Lei 6.404/1976 expressa (Cf. BARROSO, 2005, p. 53)?

Contudo, outra questão se mostra com grande relevância: mantendo-se, o administrador, fiel ao acordo de acionistas, poderá ele eximir-se de responsabilização por seu voto estar em conformidade com este? Num primeiro momento, pode-se até pensar que sim, já que a própria Lei, no citado § 8.º, impõe ao presidente do órgão colegiado que desconsidere o voto do conselheiro que infringir o acordo de acionistas. Todavia, ao administrador, também é imposto que haja com diligência e no interesse da companhia, pois o interesse desta está acima dos interesses pessoais dos acionistas do acordo. Por isso, a interpretação do § 8.º deve-se considerar os deveres que o administrador tem com a companhia. É inegável que tal dispositivo obriga o presidente do órgão colegiado a desconsiderar o voto do conselheiro que estiver em desobediência ao acordo, mas o administrador tem que atentar ao que seja melhor para a companhia (Cf. BARROSO, 2005, p. 54).

4.3. Deveres e responsabilidades dos administradores

O art. 153, da Lei 6.404/1976, traz expresso o dever de diligência do administrador, que deve agir com probidade na condução dos negócios da companhia, como se seu os fosse. Trata, o art. 153, de um padrão que deve ser seguido pelo administrador no desempenho de suas funções, como o *bonus pater familias* (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 268).

O administrador será responsabilizado, então, no caso de não observância da diligência necessária à condução dos negócios da companhia. Dar-se-á sua responsabilização no caso de agir com culpa, ou seja, com negligência, imprudência ou imperícia. A culpa poderá ser apurada quando agir culposamente ou se omitir, gerando a obrigação de indenizar companhia. Sobre o administrador recai, ainda, a responsabilidade por atos, que esteja na ilicitude ou ilegalidade, de seus subordinados, uma vez que, estes, devam ser supervisionados funcionalmente por aqueles. A responsabilidade só será excluída se o administrador provar que lhe era ocultado pelo subordinado tais atos ilícitos (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 269).

A finalidade das atribuições e o desvio de poder do administrador são os temas tratados no art. 154 da Lei 6.404/1976. É necessário observar que o administrador não se obriga pelo resultado alcançado pela companhia, mas somente pelo desempenho de suas funções. Assim, a obrigação a que se submete é de meio e, sendo desleal ou havendo desvio de poder, deve ser responsabilizado. O administrador precisa atentar às obrigações da lei e do estatuto social e ao objeto social. Este último determina a atividade econômica da sociedade e como a vida social se realiza e se desenvolve, mostrando-se como instrumento necessário ao entendimento dos meios a serem empregados na atividade societária (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 273). O administrador deve vigiar sua conduta para não ocorrer desvio de poder, que nos dizeres de Carvalhosa (2003, p. 274) “caracteriza-se pelo desvirtuamento da finalidade da própria lei societária e do estatuto da companhia, embora preservados os elementos formais da respectiva regra.”

Em observação à lei societária e ao estatuto, o administrador deve buscar os fins sociais, atentando para o interesse social em que o interesse da companhia é elevado acima dos seus interesses pessoais. Tudo isso considerando o bem comum e a função social da empresa. O bem público deve ser considerado como interesses outros da sociedade. A função social é evidenciada em razão dos interesses das diversas pessoas que a cercam, tais como: empregados, comunidade, fornecedores, consumidores e o Estado (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 275-276).

Encontramos no art. 155, da Lei 6.404/1976, o chamado *standard of loyalty* do direito norte-americano, que se refere ao comportamento – condutas – dos administradores. Nesse regramento de conduta, também, encontra-se o repúdio ao *insider trading*, ou seja, a coibição àquele que usar informações privilegiadas para proveito próprio ou alheio. Nesse sentido, o § 4.º, do art. 155, da Lei 6.404/1976, coloca o administrador como o que sempre transmite a informação privilegiada, sendo o “*tipper*, que transmite ao *tippee* a informação não divulgada. Há sempre uma correlação entre o administrador e o terceiro.” (Carvalhosa, 2003, p. 288) Entretanto, sua responsabilidade há de ser medida em relação a sua caracterização como *insider*. Isso nos remonta a afirmação de que qualquer pessoa poderá caracterizar-se como *insider*, uma vez que tenha conhecimento de informações privilegiadas e utilize-as para tirar proveito, seja em ação conjunta com o administrador, seja por sua negligência (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 286-288).

Contudo, há certa limitação em imputar responsabilidade a qualquer pessoa que tiver acesso à informações tidas como privilegiadas. É necessário que haja, de certa forma, um elo profissional e pessoal – do administrador com seu advogado ou o da empresa, com operadores do mercado de capitais, entre outros – para que se considere a figura do administrador como *tipper* e a de outras pessoas como *tippees*. Não havendo esse nexo, a responsabilidade pelo vazamento de informações confidenciais recairá sobre o administrador, por não ter exercido suas funções com o zelo necessário à preservação de tais informações (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 288-289).

O dever de lealdade, referido no art. 155, da Lei 6.404/1976, há de ser dedicado à companhia. Todavia, quando a lei regula o *insider trading*, ela o faz, expressamente, em relação à pessoas que possam auferir prejuízos, a companhia, pelo administrador incidir em *insider*. Dessa forma, além da companhia, tutela-se os acionistas, contra as práticas que possam configurar *insider trading*. Também, são tutelados os investidores do mercado de capitais, pois a conduta ilícita do administrador fere um interesse público, qual seja, a segurança nos negócios realizados nesse mercado e dos investidores na conduta dos administradores. A responsabilidade há de ser auferida objetivamente, recaindo sobre administradores, controladores e demais pessoas – configuradas como *tippees* – que incidiram em *insider trading*. Tal responsabilidade ocorre justamente pelo desrespeito ao dever

de lealdade, que abala a confiança dos investidores em relação à companhia e ao mercado de capitais (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 296-297).

Por vezes, evidencia-se constantes contrastes de interesses entre as partes que contratam. O problema não está na existência de tais interesses, mas quando se confunde as pessoas que contratam, ou seja, quando o administrador passa a contratar com a sociedade. Ainda mais, quando o administrador contratar com a sociedade, ferindo o interesse social (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 314). Eis que, por isso, a lei prevê, expressamente, a repressão a essa conduta no art. 156, *caput*, da Lei 6.404/1976. No que consiste a responsabilidade, observa-se nítida conduta desleal com a companhia e, portanto, independe da materialização do prejuízo. A ilicitude do ato está em ofender o direito da companhia, não necessitando da ocorrência do prejuízo material. Assim, havendo interesse contrastante que fere direito da companhia cabe sua responsabilização (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 317).

A norma do art. 157, da Lei 6.404/1976, traz em seu bojo o dever do administrador prestar informações, de forma ampla, de seu patrimônio atual, de fatos negociais que possam repercutir no preço dos valores mobiliários, dentre outros. Dever de informar, este, que repercute no direito do acionista ter acesso às informações que influam em repercussões negativas ou positivas para a companhia, especialmente no que concerne ao direito do acionista minoritário. O intuito do legislador foi proporcionar meios de coibir o administrador a não incidir em *insider trading*, como também, promover um ambiente de segurança, em que o investidor confie e analise as informações prestadas de forma segura. É pela divulgação de informações relevantes, o chamado *full disclosure*, que os acionistas poderão ponderar sobre adquirir ou não determinados valores mobiliários. Ora, é por tal divulgação, ou pela negação de divulgar, que a CVM poderá apurar as responsabilidades das irregularidades (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 325-327).

O *disclosure* vem a defender o administrador no exercício regular de suas atividade, como também a companhia, pois “desvinculam-se de quaisquer perdas materiais sofridas pelos acionistas ou investidores, no que diz respeito a negócios realizados com valores emitidos pela sociedade.” (Carvalho, 2003, p. 328).

Ao administrador cabe, prestar informações de sua situação patrimonial antes de sua posse, para esta exista. Negando-se, a posse não se concretizará. Além do mais, seu dever de prestar informações, em assembléia geral, pelos acionistas terem solicitado, gera responsabilidade em caso de sua rejeição. Observa-se,

portanto, desrespeito ao dever de informar, ocorrendo o que já anteriormente tratado, a ofensa a um direito da companhia. Essa ofensa não necessita de materialização do prejuízo, basta que o ilícito seja formal para que a companhia tenha seu direito lesionado. Dessa forma, o administrador torna-se responsável pela lesão, possibilitando a qualquer acionista ser parte legítima para propor ação de responsabilidade contra o administrador (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 331-332).

Importante ressaltar que quando o legislador impõe ao administrador a prestação de informações ao acionista, impondo a este que guarde sigilo das informações prestadas, deve-se ter em conta que é coibido a ocorrência de fraudes que lesem direitos da companhia e dos investidores. Reprime-se, com isso, o *insider trading*, uma vez que o *full disclosure* é um dos princípios que deve reger as atividades do administrador (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 333).

Pergunta-se sobre quais informações a divulgar e em quais casos. Defende-se que as informações sejam oportunas e, para isso, é necessário que se observe a sua imediatidade, ou seja, no instante em que o administrador tenha “os dados mínimos suficientes sobre a situação e tenha sobre ela formado seu juízo” (CARVALHOSA, 2003, p. 337). No que concerne a quais os casos de divulgação, cabe a CVM conciliar os interesses da companhia com os do mercado de valores mobiliários e de seus investidores. Em caso de recusa em prestar informação à Bolsa de Valores, tal só poderá ser feito quando de forma legítima, ou seja, quando a assembléia geral o decidir, por decisão dos acionistas apenas ou a pedido dos administradores aos acionistas, além da existência de risco aos interesses da companhia. Sobre isso, a CVM deve examinar se o sigilo invocado pelos administradores não é fraudulento, o que poderá gerar a responsabilização destes (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 337-338).

No âmbito das responsabilidades, deve-se atentar para o fato da responsabilização civil nem sempre atingir o resultado esperado, considerando-se o fato da mesma alcançar o objetivo punitivo na medida em que atingir o patrimônio do causador da injustiça. Por isso, paralelamente, tem-se a responsabilização penal (art. 177, do CP), com intuito de prevenção ao ilícito. No que consiste à responsabilização administrativa, cabe mencionar o papel da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), que é o órgão competente para “impor aos administradores de companhia aberta, mediante processo administrativo regular, penalidades de caráter administrativo: advertência, multa, suspensão do exercício do cargo de

administrador ou inabilitação para o seu exercício.” (art. 11 da lei 6.385 de 1976) (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 346-347).

Ao administrador se infere o caráter orgânico de sua representação, em relação as suas funções na companhia. Isso se explica pela representação que exerce derivar da lei e não do contrato. Existe a representação da companhia em si só, ao contrário, por exemplo, do que acontece com o mandato. É por isso que, em regra, o administrador não responsável pessoalmente pela gestão da companhia e pela sua representação. Entretanto, a representação orgânica leva o administrador a responder internamente, diante da companhia, pelos atos que praticar. Deve, assim, agir de forma a respeitar seus deveres, que a lei expressamente traz: o de diligência, lealdade e de informar (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 349-350).

A lei coloca (art. 158, I e II, da Lei da S.A.) que o administrador responderá civilmente pelos prejuízos a que der causa em face de violação à lei ou ao estatuto. Compete asseverar que não é necessário a materialização do prejuízo à companhia. O ilícito ocorre em se ofender o direito do qual a companhia é titular, mesmo que não se averigúe o prejuízo material. Ocorrendo ato do administrador que atente contra o estatuto social, por exemplo, haverá ofensa ao direito da companhia, mesmo que não ocorra defasagem nos lucros da empresa. Outros exemplos de responsabilização do administrador são: o abuso de poder, em que não se age com a moderação necessária sobre o expresso no estatuto ou na lei; o desvio de poder, no qual o usa o poder em finalidade diferente da que lhe cabia na administração da companhia (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 352-354).

Também, e ainda mais, recai responsabilização sobre o administrador que age dolosamente. É o caso da gestão temerária, que considera a intenção como elementar. Em tal gestão, o indivíduo age com consciência de que infringe ou infringirá o direito, tendo o intuito de lesar a companhia ou a terceiros. O administrador mostra-se totalmente ímprobo, ferindo ao dever de lealdade para com a companhia e agindo contrariamente ao *bonus pater familias*. Deve haver a incontestável intenção de operar contrariamente ao interesse da companhia (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 357).

Por final, faz-se alguns apontamentos sobre a responsabilidade objetiva e solidariedade. Ao agir com culpa, infringindo a lei ou não atendendo oportunamente as obrigações legais que lhes são impostas, o administrador responde objetivamente. Interessante é fazer uma diferenciação quanto às companhias de

capital aberto e as de capital fechado. Nas últimas, a responsabilidade dos administradores é solidária por eventuais prejuízos, respeitada a ação de regresso contra os culpados pelos danos. Nas de capital aberto, por sua vez, responde objetivamente, em regra, aquele que infringiu a lei, sendo que, a solidariedade se caracterizará segundo a conduta dos demais administradores, se foram coniventes ou negligentes (Cf. CARVALHOSA, 2003, p. 361-362).

5. Conclusão

Expôs-se, de forma sucinta, a evolução do mercado de capitais brasileiro e seu recente desenvolvimento. Também, o empenho da Bovespa e da CVM e intensificar as práticas de Governança Corporativa nas empresas que participam de tal mercado. Tais esforços almejam, com a implementação pelas empresas, que essas práticas excedam àquelas introduzidas na Lei das Sociedades Anônimas, de forma a superar as limitações da lei.

Consoante a isso, evidenciou-se que Lei 6.404/1976 deixa a desejar no que concerne a independência da administração, uma vez que há certa vinculação entre o conselheiro de administração e o acionista do acordo de acionistas. Entretanto, os ganhos em Governança Corporativa foram significativos com a reforma legal trazida pela Lei 10.303/2001.

Os poderes de auto-regulação da Bovespa e da CVM foram ampliados. Dessa forma, alargaram-se também os meios de se controlar a atuação dos administradores e das companhias para, com isso, lhes imputar as respectivas responsabilidades, em caso de fraudes que repercutam no mercado de capitais, por exemplo.

Por fim, evidencia-se que a lei bem tratou de implantar a defesa da ampla divulgação de informações – *full disclosure* –, coibindo o *insider trading*. Isso resultou no que foi afirmado acima: ganhos em Governança Corporativa. Em reflexo, o investidor passou a ter mais confiança no mercado de capitais brasileiro, o que levou ao seu recente crescimento.

6. Referências

BARROSO, Carlos Henrique. A responsabilidade civil do conselheiro de administração e o acordo de acionistas. **Revista do Tribunais**, São Paulo, n. 834, p. 44-57, abril, 2005.

CAMARGO, André Antunes Soares de. Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações. **Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem**, São Paulo, n. 38, out-dez, 2007.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001**. São Paulo: Saraiva, 2003.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro: parte geral**. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 1.

MARIANI, Irineu. Responsabilidade civil dos sócios e dos administradores de sociedades empresárias (à luz do novo Código Civil). **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 834, p. 44-57, abril, 2005.

MARTINEZ, Ana Paula. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. **Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem**, São Paulo, n. 28, abr-jun, 2005.

MORAES, Luiza Rangel de. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem**, São Paulo, n. 32, abr-jun, 2006.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

VADE Mecum Saraiva. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

¹ Martinez (2007, p. 97) se apóia, basicamente, em quatro autores – FREDERICK, LA PORTA, SALOMÃO FILHO e SILVEIRA – para tratar do *full disclosure* como um instrumento de proteção aos investidores e minoritários.

² Martinez faz alusão à informação prestada por Norma Parente, em que os acionistas brasileiros deixam de ganhar um prêmio de 22, 9% por não prestarem informações de forma ampla, apud MARTINEZ, 2005, p. 99.

³ É, também, o que Cantidiano afirma em relação ao legislador buscar a segurança jurídica dos acordos de acionistas, apud BARROSO, 2005, p. 52.