

OS DEVERES DE DILIGÊNCIA, LEALDADE E SIGILO DOS ADMINISTRADORES NAS OPERAÇÕES DE M&A

PAULO KROEFF BAGGIO SILVA¹

EMERSON LUIS DAL POZZO²

RESUMO

O presente artigo tem como escopo analisar a aplicação dos deveres de diligência, lealdade e sigilo dos administradores nas operações envolvendo fusões e aquisições (M&A). Verifica-se atualmente no Brasil a necessidade prática de imposição de limites claros e transparentes para a atuação dos administradores nas operações de M&A, que tendem a aumentar anualmente, desempenhando importante função na estruturação de novos mercados. Para tanto, o artigo analisa quem são os administradores, apontando suas atribuições e responsabilidades dentro da companhia. Assim, são estudados os deveres de diligência, lealdade e sigilo, cada qual com um caso concreto específico que ilustra como o respectivo dever do administrador foi aplicado na prática. O dever de diligência é estudado a partir do caso *Smith v Van Gorkom*, no qual foi afastada a proteção atribuída pela *business judgment rule*. O dever de lealdade, por sua vez, é analisado à luz do caso *Guth v Loft, Inc*, que traz à tona o debate sobre a usurpação da oportunidade da empresa pelo gestor. Quanto ao dever de sigilo, é examinado o caso de *insider trading* ocorrido na fusão da Sadia S.A. com a Perdigão S.A.. Por fim, o estudo busca delinear *standards* de comportamento para os administradores nas operações societárias.

Palavras-chave: dever de diligência; dever de lealdade; dever de sigilo; operações societárias.

Abstract:

This article aims to discuss how the duties of corporate fiduciaries applies in corporate operations involving mergers and acquisitions. Nowadays, the practical necessity to impose clear and transparent limit to fiduciaries' actions in Brazil breaks water, since M&A operations tend to increase annually, as they develop an important function when structuring new markets. Thus, this article analyzes who exactly are the fiduciaries and members of the Administration Board. Taking such identification into consideration, this study approaches the different kinds of duties imposed to the fiduciaries: standard of due care, standard of loyalty and duty of secrecy. Each one of such duties is studied regarding a specific case, which aims to demonstrate how it managed to be applied concretely. The standard of due care is analyzed in light of the *Smith v Van Gorkom* case, which repelled the protection set by the *business judgment rule*. On the other hand, the duty of loyalty is explored from the *Guth v Loft, Inc* case, debating corporate opportunities. As far the duty of secrecy is concerned, this article investigates the implications of *insider trading* case regarding the merger between Sadia S.A. and Perdigão S.A.. At last, this research attempts to provide apparent limits as well as standards for fiduciaries regarding their actions in M&A operations.

Keywords: standard of care; standard of loyalty; insider trading; M&A.

¹ Bacharel pela Universidade Federal do Paraná. Pós-graduando em Direito Contratual da Empresa pelo Centro Universitário Curitiba. Advogado atuante na área do Direito Empresarial.

² Orientador. Bacharel, Mestre e Doutorando pela Universidade Federal do Paraná. Professor de Direito Empresarial na Universidade Federal do Paraná.

1. INTRODUÇÃO

Ainda que bem desenvolvida teoricamente no exterior, sobretudo nos Estados Unidos da América, a teoria acerca dos deveres dos administradores em operações societárias não encontra muitas balizas no Brasil, mormente no que diz respeito à jurisprudência.

É, contudo, extremamente necessário que os limites de atuação dos gestores sejam os claros e transparentes em tais operações, uma vez que estas tendem a aumentar em quantidade e volume ano após ano, demandando do operador do Direito a demarcação de parâmetros seguros de atuação nesse ramo da atividade empresarial.

Com esse panorama em vista, o presente artigo toma para si o encargo de explicitar as balizas delineadas pela prática forense no que tange aos deveres dos administradores em seu processo de tomada de decisões.

Por outro lado, não é demais frisar que esta pesquisa não tem a pretensão de estabelecer parâmetros de responsabilização no Direito Comparado, o que escapa ao desígnio deste artigo. Com efeito, serão demonstrados brevemente os padrões (*standards*) de conduta exigidos dos gestores das companhias, de modo a esboçar limites de atuação.

A título de recorte metodológico, foram selecionados para apreciação no presente artigo os deveres de diligência, lealdade e sigilo, que serão dissecados à luz de *leading cases*.

Por se tratar de artigo científico, foram consideradas apenas sociedades anônimas, permitindo a imposição de fronteiras bastantes claras ao trabalho. Desta forma, o artigo primeiramente se presta a definir quem são os administradores e quais suas competências, bem assim esclarecer a natureza jurídica das operações de M&A, extraindo conceitos de fusão e incorporação, para, em seguida, estabelecer e identificar condutas subjetivas envolvendo os deveres dos administradores.

A esse respeito, os três tipos de deveres são estudados com base em casos concretos, que refletem, de um lado, a farta experiência americana na

limitação ou não da responsabilidade dos gestores e, de outro, a escassa jurisprudência brasileira acerca do tema.

Tal esforço, contudo, não deixa de comentar a importância dos artigos 153 a 158 da Lei nº 6.404/1976, que trata das sociedades anônimas (e que será doravante denominada de LSA), e que se mostra relevante para o tema em apreço, uma vez que traz especial disciplina sobre os deveres de diligência, lealdade e sigilo, que norteiam as considerações no curso do texto.

A análise do dever de diligência se dá à luz do caso *Smith v Van Gorkom*, no qual a Suprema Corte do Estado de Delaware/EUA decidiu por afastar a proteção oferecida pelo *business judgment rule*, tendo reconhecido falhas no processo de tomada de decisão que culminou com a venda de ações ordinárias abaixo do valor de mercado.

No que tange ao dever de lealdade, observa-se o caso *Guth v Loft, Inc*, verdadeiro marco envolvendo a usurpação de uma oportunidade empresarial da companhia pelo administrador, perseguindo seus interesses particulares por meio de recursos da companhia.

Por último, o dever de sigilo é dissecado tendo como pano de fundo o fenômeno do *insider trading*, valendo-se do caso ocorrido na fusão entre Sadia S.A e Perdigão S/A, que ocasionou a condenação (ainda pendente de apreciação de recurso especial) de um diretor e um membro do Conselho de Administração da primeira companhia.

Isto posto, os casos expostos constituem o liame do regime de responsabilidade civil dos gestores com as operações de M&A, permitindo o exame dos três principais deveres da administração.

2. ADMINISTRAÇÃO DA SOCIEDADE: DIRETORIA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Em vista do objetivo de apresentar *standards* definidos pela experiência societária, faz-se necessário repassar, ainda que ligeiramente, a definição de administrador, gênero composto pelas espécies diretor e conselheiro, e quais são as competências que lhes são atribuídas pelo ordenamento jurídico. A LSA

estabelece em seu artigo 138, *caput*, que a “administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria”.

Tais competências envolvem diretamente os deveres de diligência, lealdade e sigilo, cuja análise é feita detalhadamente nos itens posteriores, cotejando oportunamente os casos mais representativos de cada dever da administração, para que se possa observar atentamente seus desdobramentos. Porém, é preciso destacar que, para os fins deste estudo, as “atribuições” dos administradores diferem de suas “responsabilidades”, uma vez que aquelas correspondem às competências legalmente estabelecidas, ao passo que estas representam os atos pelos quais os gestores se responsabilizam pessoalmente, na forma exposta a seguir.

2.1. DIRETORES E CONSELHEIROS: ATRIBUIÇÕES

Alfredo de Assis Gonçalves Neto (2005, p. 148-149) indica o caminho para assimilar aqueles que são comumente reconhecidos como administradores, aduzindo que

[a]s sociedades anônimas têm como órgãos essenciais à sua estrutura e funcionamento, basicamente, a Assembleia Geral, a Diretoria e o Conselho Fiscal. (...) Por igual, a administração da companhia pode ser mais complexa e possuir um órgão colegiado, que é o Conselho de Administração, obrigatório, apenas, para as sociedades de capital autorizado, sociedades de economia mista e abertas, mas não necessário para o funcionamento das demais companhias.

Ao presente estudo, no entanto, interessam apenas a Diretoria e o Conselho de Administração, cuja existência e regulamentação estão previstas na LSA.

Tais órgãos, contudo, não devem ser confundidos, uma vez que “a Diretoria é o órgão executor da vontade social, que age e representa a sociedade nas suas relações externas com terceiro”, ao passo que “o Conselho de Administração é o órgão de deliberação colegiada ao qual se subordinam os diretores na prática de seus atos de gestão” (GONÇALVES NETO, 2005, p. 175).

Nesse sentido, esclarece Modesto Carvalhosa (2009, p. 13) que “nas companhias, a manifestação da vontade social perante terceiros faz-se eficazmente por meio dos diretores”.

A Diretoria, de acordo com o previsto no art. 143, deve ser composta por dois ou mais diretores, que são eleitos pelo Conselho de Administração, se existente, ou pela assembleia geral. O número de diretores, o modo de sua substituição, o prazo da gestão e as atribuições de cada um estão previstas nos incisos I a IV do referido artigo. Em decorrência das diferentes atribuições, é possível e comum a previsão estatutária de divisão dos cargos da Diretoria, como diretor-presidente, diretor financeiro, entre outros (RIBEIRO; BERTOLDI, 2006, p. 307).

Ao contrário do que é facultado às sociedades limitadas, os diretores das companhias devem ser pessoas naturais, residentes no Brasil, ainda que mantenham domicílio no exterior, conforme definido pelo artigo 146 da LSA. Segundo Nelson Eizirik (2001, p. 315), essa previsão legal “se justifica pelo fato de desempenharem as atividades inerentes à administração ordinária e representação da companhia”.

O diploma legal que rege as sociedades anônimas não exige que os diretores sejam acionistas da companhia. Além disso, Alfredo de Assis Gonçalves Neto (2005, p. 196-197) adverte que os ocupantes de cargos da Diretoria devem cumprir outros requisitos não exigidos por legislação especial, como não ter interesse conflitante com o da companhia ou não ocupar cargos em sociedade que possam ser consideradas concorrentes no mercado³.

Quanto às atribuições da Diretoria, a LSA determina que o estatuto pode fixá-las livremente. De acordo com o art. 144 do dispositivo legal, se não houver estipulação dos poderes de cada membro da Diretoria e não tiver sido instituído Conselho de Administração, todos os diretores podem praticar, em conjunto ou separadamente, os atos necessários ao funcionamento da companhia, bem como representar a companhia perante terceiros.

³ Dentre tais requisitos, constam, *v.g.*, o não impedimento por lei especial, a não condenação por crimes contra a economia popular, fé pública ou propriedade e a não participação em conselhos de sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado.

O Conselho de Administração, por seu turno, tem existência facultativa para as companhias fechadas, mas obrigatória para as abertas e de capital autorizado, de acordo com o disposto nos parágrafos 1.º e 2.º do já mencionado art. 138.

É o art. 140 da LSA que disciplina a composição do Conselho de Administração, determinando que o estatuto social da companhia disponha sobre o número de conselheiros e seu modo de substituição, o prazo de gestão e as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho.

O parágrafo único do aludido artigo possibilita a participação no Conselho de Administração de representantes eleitos dos empregados, em pleito organizado pela companhia em conjunto com as entidades sindicais representativas. Tal faculdade, como nota Nelson EIZIRIK (2011, p. 274), configura verdadeira tendência no direito societário, que internaliza interesses conflitantes, que exigem readequação do escopo do interesse social.

Enquanto principal componente do sistema de governança corporativa da companhia, o Conselho de Administração tem suas responsabilidades insculpidas no artigo 142 da LSA, englobando

a discussão, aprovação e monitoramento de (i) estratégia de atuação; (ii) estrutura de capital; (iii) perfil de risco; (iv) aquisições e processos de reestruturação societária; (v) contratação, avaliação e dispensa dos diretores; (vi) escolha e avaliação de auditoria independente; (vii) processo sucessório dos conselheiros e diretores; (viii) práticas de governança corporativa; (ix) relacionamento com partes interessadas; (x) estabelecimento de controles internos, incluindo políticas e limites de alçada; (xi) política de gestão de pessoas; e (xii) elaboração de um código de conduta para conselheiros, diretores e funcionários (EIZIRIK, 2011, p. 289-290).

Quanto à natureza jurídica da relação entabulada entre os administradores e/ou conselheiros e a companhia, tem-se que corresponde a uma relação societária, de prestação de serviços, e não trabalhista, haja vista que não há subordinação hierárquica nas relações entre a sociedade e seus conselheiros ou diretores⁴. Em verdade, é vital para a companhia que estes tenham total independência para atuação em suas respectivas funções.

⁴Ademais, como bem lembra o Professor Gonçalves Neto (2005, p. 154-155), a relação trabalhista não se presume, devendo resultar de prova produzida no caso concreto.

Além disso, o artigo 145 da LSA atribui aos membros do Conselho de Administração as mesmas responsabilidades dos diretores genericamente designados (GONÇALVES NETO, 2005, p. 191), previstos nos artigos 153 a 159 do referido diploma legal.

Ocorre, entretanto, que a doutrina enxerga tal dispositivo com reservas, pois os deveres e responsabilidades dos administradores e dos conselheiros não são idênticos, apesar de orientados por princípios semelhantes, devendo ser observadas as esferas de atuação de cada um, bem assim o acesso às informações, tendo em vista as funções efetivamente levadas a cabo (EIZIRIK, 2011, p. 312).

Por fim, é preciso destacar a distinção entre a responsabilidade dos conselheiros e a dos diretores, uma vez que aqueles não representam a companhia, de modo que não praticam atos de gestão externa nem contraem, em nome dela, qualquer obrigação.

2.2. DIRETORES E CONSELHEIROS: RESPONSABILIDADE

Primeiramente, a responsabilidade dos membros do Conselho de Administração diz respeito aos efeitos gerados pelas deliberações que tomam no exercício de suas atribuições com culpa ou dolo, bem como quando trouxerem prejuízos à companhia ou a terceiros em virtude de atuação que viole o estatuto social ou a lei.

O conselheiro se responsabiliza apenas pelas deliberações a que contribui com seu voto, de sorte que não é responsável pelos atos ilícitos dos demais membros do Conselho de Administração. Assim sendo, também estão isentos os conselheiros da responsabilidade por atos praticados pela Diretoria.

Os conselheiros, mesmo sem representar a companhia, ao tomarem deliberações colegiadas, devem empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios, buscando os fins e os interesses da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa (arts. 153 e 154) (GONÇALVES NETO, 2005, p. 191-194).

De acordo com a normativa dos incisos I e II do artigo 154, não podem os conselheiros “ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal”, nem possuir interesse contrário ou conflitante ao da companhia. Se, por acaso, algum deles o tiver, estará impedido de participar da deliberação que lhe diga respeito.

Em se tratando das responsabilidades atribuídas à Diretoria, estas, por seu turno, encontram previsão legal no artigo 158 da LSA, aplicada exclusivamente aos administradores, de forma individual pelo exercício das funções estatutariamente atribuídas, ao contrário dos membros do Conselho de Administração, *v.g.*, que exercem seus encargos legais e estatutários por meio da maioria de seus integrantes (CARVALHOSA, 2009, p. 358).

Modesto Carvalhosa (2009, p. 166) distingue os poderes dos diretores dos deveres legais a eles incumbidos, que compreendem a prática de todos os atos necessários ao funcionamento regular da sociedade. É a partir da previsão do estatuto social que são determinadas as funções de cada membro da Diretoria, sendo que a responsabilidade dos diretores será avaliada tendo em vista suas atribuições. Reitere-se, contudo, que os deveres que decorrem das funções dos administradores serão apreciados nos tópicos seguintes.

Após a conclusão das responsabilidades dos administradores da companhia, destaca-se a possibilidade de ajuizamento de ação de responsabilidade em face dos administradores, que encontra guarida no art. 159 da LSA.

Alfredo de Assis Gonçalves Neto (2010, p. 202-208) aponta quatro modalidades de ação de responsabilidade do gestor que se desvie de suas funções, trazendo danos à companhia, a um acionista individualmente considerado ou a terceiro, podendo ser a ação: a) promovida pela companhia por danos a ela causados; b) promovida pelo acionista em proveito da companhia (dentro desta podendo haver a ação *uti singuli*, por qualquer acionista, após decorridos três meses da data da deliberação pela propositura da ação (art. 159, §3º) e ação *uti singuli*, por acionistas que representem ao menos 5% das ações de emissão da companhia, se a companhia decidir não

propor a ação de responsabilização do ex-diretor; (art. 159, §4º); c) individual do acionista, exercida na busca da reparação de prejuízo pessoal; e d) individual de terceiro, por prejuízo pessoal.

A deliberação para ajuizamento da ação social deve ser tomada em assembleia geral ordinária ou extraordinária, contanto que prevista na ordem do dia ou como consequência direta do assunto nela incluído. Uma vez aprovada a responsabilização dos diretores, ficam impedidos de permanecer em seus cargos, devendo ser substituídos na mesma assembleia.

Definidas, pois, as atribuições e responsabilidades dos administradores, analise-se então os deveres de diligência, lealdade e sigilo, na forma proposta.

3. OPERAÇÕES DE FUSÃO E INCORPORAÇÃO

Em razão do escopo do presente trabalho – analisar os deveres de diligência, lealdade e sigilo nas operações de M&A –, é preciso estabelecer um conceito para as referidas operações. Frise-se que não é o objetivo do trabalho perquirir a natureza jurídica das operações de fusão e incorporação, mas apenas apresentar brevemente uma definição dos institutos, de modo a viabilizar o exame dos deveres dos administradores em casos específicos.

A de fusão está prevista no artigo 228 da LSA, que a caracteriza como “a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”⁵.

A nova sociedade que resulta da operação engloba o patrimônio das sociedades envolvidas, que, por sua vez, serão extintas. Em face da constituição de uma nova sociedade, faz-se necessária a definição de novo pacto social ao qual submeter-se-ão seus sócios, o que não ocorre na operação de incorporação, em que a sociedade incorporadora permanece existindo, de forma que prescinde de novo ato constitutivo (GONÇALVES NETO, 2005, p. 306).

A respeito da incorporação, prevista no artigo 227 da LSA, tem-se que corresponde à “operação de concentração empresarial pela qual uma ou várias

⁵ Esta previsão trata da fusão das sociedades anônimas. A fusão das sociedades limitadas está disposta no art. 1.119 do Código Civil.

sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”, segundo leciona Alfredo de Assis Gonçalves Neto (2005, p. 293). Eis o conceito de incorporação que importará ao desenvolvimento deste estudo.

Em função da absorção, a modalidade de incorporação faz extinguir as sociedades incorporadas, cujo patrimônio é transferido à incorporadora, que continua a existir após a operação, que resultou em aumento patrimônio social da incorporadora.

Dessa forma, Gonçalves Neto conclui, a respeito da natureza da incorporação, que ela constitui um contrato plurilateral, no qual não há criação de nova pessoa jurídica, permitindo a reunião do patrimônio das sociedades participantes.

É preciso, ainda, ressaltar os aspectos comuns das operações de fusão e incorporação, que importam: a) a união de duas ou mais sociedades, delas resultando apenas uma; b) a congeminação dos sócios de todas elas na sociedade resultante, salvo ajuste diverso; c) a extinção de sociedades, independentemente de dissolução e liquidação (exceto quando a incorporação resultar de uma das modalidades de cisão parcial); e d) sucessão universal em direitos e obrigações (GONÇALVES NETO, 2005, p. 304).

Por se tratarem de operações relativas às sociedades anônimas, devem observar as normas da LSA, o que implica a necessidade de celebração de protocolo e justificação (GONÇALVES NETO, 2005, p. 292). O protocolo, de celebração obrigatória, segundo o art. 224 da LSA, registra uma proposta firmada pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades que integrarão o processo de fusão, incorporação ou cisão, que define as bases da operação, devendo ser, posteriormente, objeto de deliberação pelos acionistas ou sócios das referidas sociedades.

De acordo com o aludido diploma legal, as matérias tratadas no protocolo dizem respeito às ações dos sócios e suas relações de substituição, avaliação do patrimônio líquido, valor do capital social da nova sociedade ou

das sociedades remanescentes na operação, projeto de estatuto social, entre outras provisões.

Apesar de ser tido como um pré-contrato por parte da doutrina, não pode sê-lo em sentido estrito, por não preencher os requisitos do contrato preliminar, estabelecidos no art. 462 do Código Civil. Assim sendo, apesar de destituído de eficácia jurídica, o protocolo obriga a administração a encaminhar o documento para a apreciação dos sócios ou acionistas das sociedades interessadas na operação (MUNIZ, 2011, p. 137). Só passa a ter repercussão jurídica, pois, após aprovado nas assembleias gerais das sociedades (BULGARELLI, 1978, p. 152).

Conforme já mencionado, as operações exigem, além do protocolo, a justificação, prevista no art. 225 da LSA, que deve expor: a) os motivos ou fins da operação, bem como o interesse da sociedade na sua realização; b) as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista ; c) a composição do capital social da incorporadora após a operação, segundo as espécies e classes acionárias que serão emitidas em substituição às ações ou quotas da incorporada, que serão extintas; e d) o valor do reembolso das ações a que terão direito os acionistas ou sócios dissidentes da incorporada (GONÇALVES NETO, 2005, p. 300).

Assim sendo, uma vez expostas as operações que interessam ao presente artigo, passa-se à análise dos deveres de diligência, lealdade e sigilo.

4. DEVER DE DILIGÊNCIA

O primeiro dever da administração das companhias a ser apreciado por este artigo é o de diligência, que, conforme exposto nos tópicos iniciais, encontra previsão no seu art. 153 da LSA.

O início da tratativa do aludido dever, conforme ensinado por Nelson Eizirik (2011, p. 249), exige o esclarecimento de que se trata de obrigação de meio e não de resultado, de sorte que do obrigado – ou seja, do administrador – é esperado que envide os esforços necessários para alcançar determinado resultado, sem, no entanto, demandar que este seja efetivamente alcançado.

Modesto Carvalhosa (2009, p. 274) afirma derivar o dever de diligência da figura romana do *bonus pater familias*, que, guardadas as devidas proporções em virtude do processo histórico, corresponde ao que qualquer comerciante ativo e probo costuma empregar na gerência de seus próprios negócios.

De outro norte, Eizirik (2001, p. 350), ao confrontar os comportamentos estabelecidos nesse sentido na LSA, sendo, de um lado, o de homem ativo e probo, que visa à preservação do patrimônio, e, de outro, o de administrador de companhia, que busca a multiplicação do patrimônio por meio da obtenção de lucro, aduz que o administrador, dado seu objetivo, deve assumir os riscos inerentes à atividade empresarial.

É notório, pois, que o dever de diligência não impõe ao administrador a necessidade de garantia de sucesso do ato por ele executado, mas determina uma série de esforços que fundamentem o processo de tomada de decisões, de modo a garantir a persecução dos fins da companhia, de sua função social e do bem público.

A orientação de comportamento imposta ao diretor não exige sua produtividade, mas requer os esforços para que a companhia atinja seus fins, dentro dos ditames do bem público e da “função social”. É, portanto, a extensão desses esforços que vem a caracterizar o cumprimento do dever de diligência, possibilitando a delimitação de *standards*.

Tais *standards* – registre-se – trazem consigo um conceito aberto de conduta, atribuindo ao dever de diligência certa flexibilidade, o que se impõe à busca de informação que o administrador precisa empreender para fundamentar suas decisões, dentro de um critério de razoabilidade. Vale mencionar que os *standards* não correspondem a condutas objetivas, de modo que exigem interpretação à luz das circunstâncias e fatos (CARVALHOSA, 2009, p. 272)⁶.

⁶ A esse respeito, Modesto Carvalhosa aponta ainda que “[o]s *standards* são próprios da legislação anglo-americana, revestindo-se de caráter enunciativo quanto às possíveis formas de inobservância de obrigações de natureza legal por parte dos administradores. Tais *standards* remetem a doutrina e a jurisprudência à configuração das práticas que se inserem

Desta forma, por não ser o administrador um técnico com domínio específico de todas as áreas de atuação da companhia, ele tem a obrigação de obter as informações necessárias ao desenvolvimento dos negócios. Tais informações devem proporcionar conhecimento estrutural da companhia, permitindo-o ter ciência do andamento cotidiano dos negócios, bem como conhecimento conjuntural, que diz respeito às operações concretas em que se envolve a companhia, como incorporações e fusões, apenas para usar exemplos que interessam ao presente artigo.

O processo de tomada de decisão demanda, portanto, que o administrador se valha de todas as informações razoavelmente necessárias e disponíveis em vista das circunstâncias (EIZIRIK, 2011, p. 354-355; e QUATTRINI, 2012, p. 164). Ocorre, entretanto, que a busca de informações conforma um dever limitado, visto que exigir absoluto rigor nesse sentido eventualmente engessaria a administração, impedindo a assunção de riscos.

Robert C. Clark (1986, p. 131), nesse esteio, aponta para a necessidade de o diretor poder confiar nos relatórios emitidos por empregados, auditores, demais diretores e outros profissionais. Quando, todavia, desconfiar das informações providas em vista da aparição dos chamados *red flags*, deverá investigar de forma mais aprofundada a evidência de possíveis problemas.

Em vista da flexibilidade de conteúdo do dever de diligência, mormente no que diz respeito à sua interpretação circunstancial, a prática forense nos Estados Unidos permitiu o desenvolvimento e a consolidação do *standard* que se convencionou denominar de *business judgment rule*, que pode ser definida como a

descrição básica dos princípios aplicáveis à tomada de decisão dos administradores com razoabilidade e devidamente informados, que não lhes permitem a responsabilidade no caso de a decisão se tornar, de certo modo, desastrosa ou má no ponto de vista da Companhia (COUTO SILVA, 2007, p.1).

A *business judgment rule*, dessa forma, constitui um *standard* para o controle dos atos da administração, cujos objetivos são: a) evitar a substituição

nos conceitos legais enunciativos dos abusos, por omissão ou ação, praticados pelos administradores na condução dos negócios sociais”.

dos administradores pelos tribunais, uma vez que aqueles devem ter autonomia para decidir sobre a oportunidade e conveniência de seus atos; b) oferecer proteção aos administradores em razão das decisões tomadas, quando devidamente informadas, possibilitando a assunção de riscos exigida pela atividade empresarial (EIZIRIK, 2011, p. 356).

Nelson Eizirik (2011, p. 357) encontra um paralelo desse *standard* ao que o art. 159, §6.º da LSA, consagra a *business judgment rule*, oferecendo proteção ao gestor que agir de boa-fé e visar aos melhores interesses da companhia, permitindo ao aplicador da lei a concretização do *standard* de conduta.

Para ilustrar o dever de diligência e a aplicação prática da *business judgment rule*, foi selecionado o caso *Smith v Van Gorkom*, julgado pela Suprema Corte do Estado de Delaware, nos Estados Unidos⁷, tendo como ponto principal a discussão sobre a possibilidade de mitigação da proteção oferecida pelo *standard* em vista da desídia do administrador.

O ponto-chave do referido caso recai sobre o questionamento se os membros do Conselho de Administração da Trans Union Corporation merecem a proteção da *business judgment rule*, identificando, em *ultima ratio*, se foi ou não cumprido o dever de diligência.

A Trans Union Corporation era uma sociedade anônima aberta, que tinha como principal atividade o *leasing* de *railcars*, que detinha os requisitos exigidos para obtenção do benefício tributário dos *Investment Tax Credits* (ITC). Isso levava o mercado a acreditar que o valor de suas ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque não refletia seu real valor. Tendo esse panorama em vista, Jerome Van Gorkom, Diretor Presidente da Trans Union, reuniu-se com a Diretoria para verificar alternativas a tal questão tributária.

Após isso, foi realizada outra reunião da Diretoria, na qual o Diretor Financeiro da Companhia sugeriu a realização de um *leveraged buyout*⁸,

⁷ 488 A.2d 858 (Del. 1985).

⁸ "Method of purchasing outstanding stock of publicly held corporation by management or outside investors, with financing consisting primarily of funds borrowed from investment bankers or brokers. The initial and subsequent long term capital used for the buyout is usually secured

avaliando as ações da companhia no valor de US\$ 50,00 cada. Foi esclarecido que tal numerário seria válido apenas para fins de contração de financiamento, não refletindo de forma efetiva o valor da companhia. Van Gorkom, contudo, vetou tal proposta.

Alguns dias depois, Van Gorkom procurou Jay Pritzker, especialista operações de M&A, tendo apresentado a ele uma proposta de aquisição da companhia, que foi rejeitada. Dias depois, os dois se encontraram novamente e acordaram o preço de US\$ 55,00 por ação, bem como a emissão de 1.000.000 novas ações que seriam adquiridas por Pritzker ao valor unitário de US\$ 38,75. Este solicitou a seu advogado que elaborasse o contrato final, determinando diversos impedimentos à procura de outros compradores e estipulou o prazo de três dias para que o Conselho de Administração da Trans Union aprovasse a operação.

Van Gorkom então convocou a Diretoria da companhia, que, em sua maioria, foi contra a proposta. No mesmo dia, porém, Van Gorkom se reuniu com os membros do Conselho de Administração e apresentou rapidamente a proposta de Pritzker, exibindo uma minuta do contrato. Os conselheiros aprovaram a operação após duas horas de reunião, assinando o contrato na mesma noite. Nenhum dos conselheiros nem Van Gorkom o leram antes da celebração, e nem questionaram o método de avaliação do valor das ações, que jamais fora apresentado ao Conselho.

Dois dias depois foi publicado fato relevante informando a celebração do aludido contrato, o que ocasionou a revolta e conseqüente ameaça de demissão por parte de muitos diretores. Em face da reação adversa, o Conselho de Administração se reuniu de novo e deliberou pela alteração de alguns pontos do acordo, em especial a autorização do Conselho de buscar uma oferta maior. Contudo, o aditivo do contrato foi novamente redigido pelo

by the target company's assets with repayment generated from the company's retained or future earnings, sales of certain of its assets and the like". Em tradução livre, significa a modalidade de operação societária em que há a aquisição de uma companhia de capital aberto, por meio de contração de empréstimo de fundos de investimento ou corretores, por curto ou longo prazo, em contrapartida à prestação de uma garantia, geralmente lastreada nos ativos da sociedade adquirida. A expectativa de pagamento da dívida contraída está calcada nos lucros retidos ou futuros que se espera realizar com a sociedade adquirida, pela venda de determinados ativos. (BLACK, 1990, p. 906).

advogado do comprador e, mesmo estando autorizada a busca por compradores com melhor proposta, o pacto restringia e dificultava a venda para os interessados, e também não foi lido pelos conselheiros.

Durante o prazo concedido para procura de interessados, apenas uma companhia demonstrou interesse, mas condicionou sua proposta à rescisão do contrato com Pritzker, o que era inviável em vista do aditivo. Meses depois, os acionistas da Trans Union aprovaram então a fusão nos moldes apresentados por Pritzker.

Julgando o caso, a Suprema Corte de Delaware decidiu afastar a proteção da *business judgment rule* dos conselheiros, por não se informarem acerca da atuação de Van Gorkom, que forçava a venda, nem do valor intrínseco da companhia, agindo negligência ao aprovar a venda da companhia em duas horas.

Ainda que tenham sido tomadas medidas posteriores, como a assinatura de um aditivo contratual, os conselheiros insistiram em sua conduta negligente ao assinar mais um documento sem sequer lê-lo.

Com a violação do dever de diligência pelos membros do Conselho de Administração, restou inviável a não responsabilização por observância da *business judgment rule*, haja vista conformar esta uma verdadeira presunção em favor do administrador (COUTO SILVA, 2007, p. 194), que não pôde ser levada a cabo no caso *Smith v Van Gorkom*.

Ainda no que diz respeito ao dever de diligência, é preciso observar a previsão do art. 154, §2º, incisos *a*, *b* e *c*, e §4º da LSA, segundo o qual o gestor, conforme assevera Modesto Carvalhosa (2009, p. 281), “deve manifestar-se precipuamente no interesse da companhia, ou seja”, alheio ao seu próprio interesse “enquanto pessoa física”.

Nesse mesmo sentido, prevê o art. 156 do mesmo diploma legal que não pode o gestor intervir em qualquer operação social (qualquer relação jurídica) em que tiver interesse conflitante com o da companhia, seja na execução ou na definição da participação da companhia no ajuste em vias de ser celebrado, nem na deliberação em que os demais administradores tratarem a respeito.

Em vista da possibilidade de existência de conflito de interesses do gestor com os da companhia, ou mesmo dos acionistas (conformando o chamado conflito de agência), a doutrina, notadamente por Stephen M. Bainbridge (2003, p. 551), sugere a adoção de determinados procedimentos pela administração das companhias que permitam o controle dos andamentos internos da sociedade, bem como proporcionar maior acesso à informação necessária ao processo de tomada de decisões.

Encarrega-se o administrador do dever fiduciário de criação de estruturas adequadas que levem em consideração políticas de *compliance* e risco operacional, elaborando assim códigos de conduta por meio dos quais são desenvolvidos procedimentos de governança corporativa.

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em iniciativa visando à constituição e manutenção de estruturas adequadas para as companhias, de modo a permitir um controle próximo do andamento interno e das finanças das sociedades, elaborou o Código das Melhores Práticas de Governança:

O diretor-presidente, em conjunto com a Diretoria e auxiliado pelos demais órgãos de controle vinculados ao Conselho de Administração, é responsável pela elaboração e proposição para aprovação do Conselho de sistemas de controles internos. Esses sistemas são voltados a monitorar o cumprimento dos processos operacionais e financeiros, assim como os riscos de não conformidade. A eficácia desses controles deve ser revista, no mínimo, anualmente. Os sistemas de controles internos deverão estimular que os órgãos da Administração encarregados de monitorar e fiscalizar adotem atitude preventiva, prospectiva e proativa na minimização e antecipação de riscos. (IBGC, 2009, p. 56)

A governança corporativa, ainda que tratada de forma genérica, revela-se um expediente apto ao estabelecimento de *standards* internos de conduta nas companhias, de modo que sua adoção caminha *pari passu* com a prática das operações de M&A, limitando os riscos que envolvem a administração a um patamar aceitável.

4. DEVER DE LEALDADE

O segundo dever a ser analisado pelo presente artigo é o de lealdade, que encontra previsão no ordenamento jurídico brasileiro no artigo 155 da LSA,

o qual dispõe que “[o] administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios”.

As implicações do dever de lealdade dos integrantes do Conselho de Administração estão previstas no art. 154 da LSA e se dão quanto à prática de atos de liberalidade à custa da companhia, que resulta na responsabilização, pelo valor econômico, daqueles que os aprovarem, bem como do diretor que os executar.

Também interpretado como padrão de conduta (*standard of loyalty*), o dever de lealdade implica a fidelidade do gestor às suas obrigações e deveres perante a companhia, que, uma vez cumprido, enseja a proteção da já mencionada *business judgment rule*.

O dever de lealdade, dado o escopo deste estudo, contempla a impossibilidade de usurpação de oportunidades de negócio da sociedade pelo seu gestor, conforme previsto no inciso I do referido artigo 155. Modesto Carvalhosa (2009, p. 306) assevera que “a proibição de utilização de oportunidades é absoluta, não cabendo aqui apenas o direito de preferência ou precedência da companhia que, não sendo exercitado, permitiria ao administrador fazê-lo”.

Nesse esteio, vale apontar o estudo elaborado por Victor Brudney e Robert C. Clark (1981, p. 1024), em que reiteram a absoluta proibição imposta ao administrador para praticar atos, mesmo fora do expediente na companhia, que envolvam oportunidades de negócios que possam ser por ela aproveitadas. Tais autores tomam como regra a proibição ao constatar que ela não gera grandes custos sociais, uma vez que se as oportunidades – em relação às quais os administradores não podem buscar aproveitar fora da companhia – não forem exploradas pela companhia, provavelmente o serão por terceiros (BRUDNEY; CLARK, 1981, p. 1028-1030).

DJ BROWN (1986, p. 257), ao esquadrihar as lições de Brudney e Clark, aduz que a proibição de exploração das oportunidades de negócios pelos administradores tem o condão de remover tentações, impossibilitando a obtenção de retorno financeiro a partir de uma quebra da confiança, dada a

posição em que os gestores se encontram. Por outro lado, sugere, a partir do julgamento do caso *Guth v Loft, Inc*⁹, descrito a seguir, que há de ser buscado um equilíbrio entre o direito da companhia a certas oportunidades e a preservação da liberdade do administrador para tirar proveito quando isso não apresentar incompatibilidade com o dever de lealdade.

A usurpação de oportunidades de negócio é interpretada pela doutrina como um desvio desleal de negócios, pressupondo-se que a prioridade para exploração das oportunidades de negócios verificadas pelos administradores – também dos ganhos delas decorrentes – pertence totalmente à companhia (CARVALHOSA, 2009, p. 304).

A propósito, Nelson Eizirik (2011, p. 367) aponta que “nem todos os casos de aproveitamento de oportunidade comercial constituem infração ao dever de lealdade”, tendo sido desenvolvidos parâmetros para o exame fático da questão. Para tanto, deve-se questionar se há a possibilidade de a companhia se valer da oportunidade. Se não tiver condições financeiras, por exemplo, não há falar em usurpação. Além disso, é necessário que a oportunidade esteja alinhada com a atividade desempenhada pela companhia, constituindo seu objeto social ou sendo útil à consecução de seus fins sociais.

Como resultado, tem-se que a usurpação de oportunidades caracteriza ilícito formal, mesmo que dele não decorra nenhum prejuízo material à companhia. Eis a lição extraída do escólio de Modesto Carvalhosa (2009, p. 306), para quem, nesses casos, o prejuízo mencionado no art. 159 da LSA (que trata da ação de responsabilidade, como inicialmente exposto) deve ser interpretado de maneira ampla, de modo a envolver não só o dano material acarretado à sociedade, mas a violação da lei como um todo.

Tendo isso em vista, ao estudo do dever de lealdade optou-se trazer exemplo do caso norte-americano *Guth v Loft, Inc*, também julgado pela Suprema Corte do Estado de Delaware, que é descrito resumidamente a seguir. A companhia Loft, Inc, do ramo de produção e venda de doces, xaropes e bebidas, operava lojas de venda de doces e refrigerantes, tendo como seu único fornecedor de xarope de cola a Coca-Cola.

⁹5 A. 2d 503 (Del. Sup. Ct. 1939)

Em maio de 1931, Charles Guth, Diretor Presidente da companhia, inconformado com o preço do xarope fornecido pela Coca-Cola, sugeriu ao Vice-Presidente da Companhia, que a Loft deveria adquirir esse produto da National Pepsi-Cola Company, que detinha a fórmula e marca da Pepsi-Cola. Logo após tal sugestão, a National Pepsi-Cola Company faliu, de modo que a marca e a fórmula da Pepsi-Cola tornaram-se disponíveis a um preço muito menor.

Antes de ser empregado pela Loft, porém, Guth havia recebido uma proposta da Megargel, acionista controladora da National Pepsi, para adquirir os ativos da National Pepsi. Guth havia então recusado. Todavia, meses após Guth sugerir que a Loft adquirisse o xarope da Pepsi, representantes da Megargel o contataram novamente para adquirir a fórmula e a marca da Pepsi pelo valor de US\$ 10.000,00.

Desta vez, Guth concordou, tendo estruturado com a Megargel uma nova sociedade, denominada Pepsi-Cola Company, para adquirir a fórmula secreta e a marca da Pepsi-Cola da National Pepsi. Frise-se que Guth e uma sociedade composta por seus familiares detinham a maioria das ações da Pepsi-Cola Company.

Foram poucos os fundos advindos da Megargel ou de Guth para o desenvolvimento do negócio envolvendo a Pepsi-Cola. De fato, sem o conhecimento ou consentimento do Conselho de Administração da Loft, Guth se valeu do crédito, planta, equipamentos e trabalho de empregados e executivos para produzir o xarope de Pepsi-Cola. Além disso, dada a predominância de Guth sobre o Conselho de Administração da Loft, era certo que a companhia se tornaria o principal cliente da Pepsi-Cola Company.

Anos após a estruturação da Pepsi-Cola Company, o valor de mercado do negócio alcançava milhões de dólares. A Loft então acionou Guth judicialmente, requerendo que ele transferisse suas ações na Pepsi-Cola Company e pagasse a ela os dividendos obtidos da nova companhia.

Tal demanda resultou no entendimento da corte de que Guth havia usurpado a oportunidade de negócio da Loft, ordenando-o a transferir suas ações e indenizá-la no valor dos dividendos.

A oportunidade de negócio envolvia o interesse em uma companhia a ser constituída com o propósito de explorar a venda no varejo de bebida de cola, o que se associava clara e essencialmente à já existente atividade empresarial da Loft. A aquisição da fórmula e marca da Pepsi, por comporem o mesmo mercado, acabou por colocar o executivo em competição com a própria companhia.

Em função da possibilidade de conflito, a relação fiduciária exige mais do que a mera ética de mercado. Guth sequer apresentou a oportunidade da Pepsi-Cola à Loft, tendo-a tomado para si, sem investir seu dinheiro. Em verdade, ele utilizou para seu próprio benefício o dinheiro, recursos, estruturas da companhia e serviços de pessoal da companhia.

Como reflexo da decisão no caso *Guth v Loft, Inc*, Modesto Carvalhosa (2009, p. 304-305) observa que, nem se os recursos financeiros usados por Guth pertencessem a ele, ele não poderia ter usurpado a oportunidade que pertencia à companhia, o que acabou por obrigá-lo a transferir à Loft as ações que adquirira por meio de seu empreendimento paralelo.

Além do ato de usurpação observado no caso acima, existe também na esfera de aplicação do dever de lealdade a vedação à omissão nas oportunidades, conforme previsto no inciso II do art. 155 da LSA. Nesse aspecto do dever de lealdade, Eizirik (2011, p. 369) aponta que deve haver a presença de dolo na omissão que visa à obtenção de vantagem, ainda que esta não se concretize.

Por fim, consigna o referido professor que a aquisição, pelo administrador, de bens ou direitos para posterior revenda com lucro à sociedade afigura-se também como infração ao dever de lealdade. A ilicitude aqui se caracteriza com a obtenção do lucro na operação.

Assim sendo, após averiguadas as hipóteses de aplicação do dever de lealdade nas operações envolvendo M&A, é de se analisar finalmente o dever de sigilo, em sua extensão na conduta de *insider trading*.

5. DEVER DE SIGILO

Primeiramente, é necessário esclarecer que, para os fins deste artigo e do caso a ser estudado a seguir, o dever de sigilo constitui uma modalidade do dever de lealdade, a ser explorada na conduta de *insider trading*, recorrente no curso de negociações para aquisição de controle acionário ou reestruturação societária de companhias abertas.

A conduta de *insider trading* encontra correspondência na LSA no §1º do art. 155, que dispõe:

Cumpra, 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.

Nelson Eizirik (2011, p. 370) fornece uma boa definição da referida conduta, uma vez que ela “constitui o uso indevido de informações confidenciais para negociar com valores mobiliários por parte de pessoas que estão ‘por dentro’ dos negócios da companhia”, a exemplo dos gestores analisados no artigo, “a preços que ainda não estão refletindo o impacto de certas informações relevantes, que são de seu exclusivo conhecimento”.

A informação privilegiada deve ser capaz de poder influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, causando alterações. Deve também ser sigilosa, ainda não divulgada ao mercado. Após a divulgação, deixa de existir qualquer vantagem do administrador em relação aos demais investidores.

Nesse sentido, traz as seguintes ponderações sobre a informação que pode ser considerada privilegiada, sendo aquela que “(i) tem um caráter razoavelmente preciso, ou seja, refere-se a um fato, não a meros rumores,

apresentando, pois, um mínimo de materialidade; (ii) não está disponível para o público; (iii) é tida com *price sensitive*, isto é, poderia, caso divulgada, afetar a cotação dos títulos; e (iv) refere-se a valores mobiliários ou a seus emissores” (EIZIRIK, 2011, p. 373).

O mencionado autor ainda pondera que o *insider trading* abala a eficiência no estabelecimento dos preços dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais, verificada quando as cotações dos valores mobiliários refletem todas as informações disponíveis sobre eles e as entidades emissoras (companhias).

Como consequência, a divulgação dessas informações relevantes deve ser ampla, de modo que estejam disponíveis ao mesmo tempo para o mercado, buscando evitar a assimetria de informações entre os *players* do mercado (EIZIRIK, 2011, p. 371). Tem-se como principal agente da conduta de *insider trading*, logicamente, o administrador, por ter acesso às novas informações antes de todos os demais, até mesmo antes do acionista controlador.

Com o advento da Lei nº 10.303/2001, o §4º do art. 155 da LSA passou a vedar a utilização de informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com vínculo profissional entre seu vazamento e eventuais terceiros. Ocorre que, como já apontado acima, por ser o administrador o agente principal, torna-se ele solidariamente responsável pelos danos causados a terceiros, se tiver culpa ou dolo no vazamento, como bem lembra Eizirik (2011, p. 377) a esse respeito.

Conforme constata Guilherme Brenner Lucchesi (2011, p. 918), é preciso que exista um liame mínimo entre a informação obtida e o cargo ocupado pelo autor da conduta de *insider trading*, consignando ainda que é preciso que o agente utilizador da informação privilegiada tenha o dever de guardar sigilo quanto a ela.

No mesmo sentido, Eizirik (2011, p. 376) aponta que, a partir da promulgação da Lei nº 10.303/2001, que acrescentou o art. 27-D à Lei nº 6.385/1976, o *insider trading* configura ilícito penal, sendo um delito próprio, uma vez que somente podem ser punidos aqueles obrigados a guardar sigilo,

vide administradores, conselheiros, acionista controlador e prestadores de serviços que tenham dever de sigilo em razão de lei ou contrato.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, por meio da Instrução nº 358/2002, especificamente em seu artigo 2º, arrolou uma série de informações que podem ser considerados relevantes para a caracterização da conduta de *insider trading*.

Caso alguém compre ou venda valores mobiliários sem conhecimento da informação relevante, o administrador deverá indenizá-lo pelas perdas e danos em razão da diferença entre a cotação dos valores mobiliários ao tempo da operação e aquela verificada imediatamente após a divulgação do fato relevante.

Contudo, para que se possa analisar a aplicabilidade prática do dever de sigilo, mormente no que diz respeito às operações de M&A, Eizirik (2011, p. 374) recomenda, assim como se dá no Direito norte-americano, a submissão da informação a “testes de relevância”, baseando-se na probabilidade de ela constituir de fato uma informação privilegiada. Para tanto, é preciso verificar os seguintes fatores: “(i) probabilidade de um acordo final; (ii) se já existem decisões dos órgãos de administração aprovando a operação ou relatórios e pareceres elaborados por consultores; (iii) o possível impacto da operação sobre os negócios da companhia e a cotação de suas ações”.

Em se tratando, por fim, da aplicação prática da conduta de *insider trading*, Lucchesi (2011, p. 908) traz luz ao fato de que a primeira denúncia envolvendo o referido crime no Brasil foi feita apenas em 2009. Tal acusação envolve o caso da fusão da Sadia S.A. e da Perdigão S.A.¹⁰, em que foram acusados Luiz Murat, Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S/A, e Romano Ancelmo, membro do Conselho de Administração da companhia, por utilizarem informação privilegiada na Bolsa de Valores de Nova Iorque.

¹⁰ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. **Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181/SP**. Relator: Des. Fed. Luiz Stefanini. São Paulo, 4 de fevereiro de 2013. Disponível em: <<http://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>>. Acesso em 12/05/2015.

Ambos foram condenados em primeira instância. Luiz Murat o foi pela utilização reiterada de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, das quais deveria manter sigilo, sendo elas capazes de auferir vantagem indevida. As informações consistiam na oferta pública de aquisição das ações da sociedade Perdigão S/A, e a vantagem indevida se deu mediante a compra desses valores mobiliários em nome da empresa Brackhill Investments Inc.

Por outro lado, Romano Ancelmo foi condenado também ao utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, consubstanciada na oferta pública de aquisição das ações da Perdigão S/A, bem como na divulgação pública da revogação da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S/A pela Sadia S/A. Dessa forma, ele pôde adquiri-las a um valor mais baixo, por intermédio de conta bancária no exterior.

A sentença de primeiro grau condenou Luiz Murat como incurso nas penas do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976, por duas vezes, a um ano e nove meses de reclusão, em regime aberto, e multa no valor de R\$ 349.711,53, tendo a pena privativa de liberdade sido substituída por prestação de serviços à comunidade; foi, ainda, proibido de exercer o cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta enquanto durar a pena.

Romano Ancelmo, por sua vez, foi também condenado como incurso nas penas do mesmo artigo, por quatro vezes, a um ano, cinco meses e 15 dias de reclusão, em regime aberto, e a pena de multa no valor de R\$ 374.940,52, sendo a pena privativa de liberdade substituída por prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas, bem como à proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena.

Em sede de apelação criminal, o Tribunal Regional Federal da 3ª Região condenou ambos os acusados, ainda, a indenizar os prejuízos sofridos a título de dano moral coletivo, tendo majorado as demais penas. Reforçando a noção de que a eficiência no estabelecimento de preços dos valores mobiliários depende da divulgação ao mercado de todas as informações relevantes

disponíveis, o Relator da apelação, Desembargador Federal Luiz Stefanini, traz a seguinte ponderação em seu voto:

Ademais, o mercado de capitais é globalizado, ou seja, há influência de um mercado sobre o outro, conforme bem observado no parecer ministerial. Por isso, independe para o investidor se a aplicação financeira daquela pessoa que detinha a informação privilegiada ocorreu aqui no Brasil ou não, pois o que é crucial para o investidor é a presença da credibilidade para que ocorra o bom funcionamento do mercado de capitais.

Verifica-se, portanto, que a utilização de informação privilegiada, da qual os acusados deveriam guardar sigilo, em razão de seu cargo, acabou por minar, em certa medida, a credibilidade da companhia perante o mercado, bem como do próprio mercado de capitais, sendo que os preços dos valores mobiliários nele circulantes não puderam ser formados eficientemente.

Ainda nesse caso, vale frisar que foi negado seguimento aos recursos especiais interpostos pelos acusados, de modo que estes interpuseram agravo ao Superior Tribunal de Justiça, que pende de julgamento¹¹.

Assim sendo, ainda que ausente a segurança atribuída pelo trânsito em julgado, as decisões proferidas até o momento no caso servem de norte à atuação dos administradores nas operações de M&A, no que respeita ao dever de sigilo.

Além da ocorrência de *insider trading* no caso da fusão entre a Sadia S.A. e a Perdigão S.A., ganhou notoriedade no Brasil o caso envolvendo o empresário Eike Batista, que teria negociado opções de sua companhia Óleo e Gás Participações S.A (OGX), após ter o conhecimento, com antecedência, de que importantes campos de petróleo a serem explorados pela companhia não eram economicamente viáveis¹².

¹¹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 5ª Turma. **Agravo em Recurso Especial nº 513907**. Relator Ministro Gurgel de Faria. Disponível em: <<https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201401067916&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea>>. Acesso em 12/05/2015.

¹² **Acusação contra Eike é rara em meio a aumento dos vazamentos**. Disponível em <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/acusacao-contr-eike-e-rara-em-meio-a-aumento-dos-vazamentos>>. Acesso em 17/05/2015.

Porém, ainda que o processo que decorreu do caso ainda não tenha sido julgado em primeira instância, espera-se que seu desfecho venha a fortalecer a credibilidade do mercado brasileiro de capitais.

O referido episódio de suposta utilização de informações privilegiadas rendeu inclusive uma matéria pelo jornal norte-americano The New York Times, de 16 de novembro de 2014, que considerou que o desfecho do caso pode representar um verdadeiro teste de confiabilidade às instituições brasileiras, dado o diminuto número de casos idênticos que resultam em acusação formal pelas autoridades brasileiras¹³.

Visando, por fim, à prevenção do *insider trading*, Eizirik (2011, p. 377) sugere a instalação de políticas internas de controle sobre o fluxo de informações, da a necessidade de zelo dos diretores e membros do Conselho de Administração para que seus subordinados ou terceiros de confiança não “vazem” a informação relevante e nem se valham dela para o próprio benefício.

Tais políticas internas envolvendo o dever de sigilo virão a integrar a normativa *interna corporis* referente à governança corporativa da companhia.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

À guisa de conclusão, verifica que o presente artigo, ao se propor a estabelecer procedimentos transparentes nas negociações que envolvem as operações de M&A, delineou inicialmente as atribuições e competências dos administradores das companhias, distinguindo-os entre diretores e membros do Conselho de Administração.

Em um segundo momento, foram estabelecidos os conceitos de operações de fusão e de incorporação do qual se valeu o estudo para esboçar os deveres na sequência.

Assim sendo, foram expostas as balizas que concernem ao dever de diligência, à luz do caso *Smith v Van Gorkom*, que proporcionou um bom parâmetro para definir o *standard* de atuação dos administradores em se

¹³ **Eike Batista's Insider Trading Case in Brazil to Test a Much-Criticized Justice System.** Disponível em <http://dealbook.nytimes.com/2014/11/16/insider-trading-case-in-brazil-to-test-a-much-criticized-justice-system/?_r=0>. Acesso em 17/05/2015.

tratando do cuidado por eles devido no processo de tomada de decisões à frente da companhia.

O dever de lealdade, na sequência, foi demonstrado como o padrão de comportamento dos administradores a partir da noção de usurpação de oportunidade de negócio, sob o prisma estabelecido pela Suprema Corte de Delaware ao julgar o caso *Guth v Loft, Inc*, de modo que os gestores devam buscar acima de tudo a consecução dos interesses da companhia, sem impor sobre eles os seus próprios.

Observou-se, ainda, que no Brasil são encontrados alguns parâmetros que dizem respeito ao dever de sigilo, por mais escassa que seja a jurisprudência nesse mister. A Instrução da CVM nº 358/2002 aponta informações relevantes, cuja omissão pode ocasionar a responsabilização por *insider trading*, bem como o caso da atuação de administradores da Sadia S.A. condenados pelo uso indevido de informação privilegiada quando da fusão com a Perdigão S/A.

Espera-se, em virtude do que foi apresentado, que a experiência empresarial seja efetivamente refletida na prática forense envolvendo a matéria, de sorte que os limites da atuação dos gestores nas operações de M&A sejam cada vez mais claros, proporcionando ao jurisdicionado a almejada segurança jurídica.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAINBRIDGE, Stephen M. **Director primacy: the means and ends of corporate governance**. Northwestern University Law Review. vol. 97, 2003.

BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial**. 3. ed. reform., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006.

BLACK, Henry Campbell. **Black's Law Dictionary**. 6. ed. St. Paul: Centennial Edition, 1990.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 5ª Turma. **Agravo em Recurso Especial nº 513907**. Relator Ministro Gurgel de Faria. Disponível em:

<<https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201401067916&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea>>. Acesso em 12/05/2015.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. **Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181/SP**. Relator: Des. Fed. Luiz Stefanini. São Paulo, 4 de fevereiro de 2013. Disponível em: <<http://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>>. Acesso em 12/05/2015.

BROWN, DJ. **When opportunity knocks: an analysis of the Brudney & Clark and ALI principles of corporate governance proposals for deciding corporate opportunity claims**. Journal of Corporation Law. 11, 2, 255, 1986. ISSN: 0360795X.

BRUDNEY, Victor; CLARK, Robert C. **A new look at corporate opportunities**. Harvard Law Review. 94, 5, 997, Mar. 1981. ISSN: 0017811X.

BULGARELLI, Waldírio. **Comentários da Lei das Sociedades Anônimas**. vol. 4. São Paulo: Editora Saraiva, 1978.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das 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, 10.303, de 31 de outubro de 2001, e 11.638, de 28 de dezembro de 2007. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2009.

CLARK, Robert C. **Corporate Law**. Boston: Little, Brown and Company, 1986.

COUTO SILVA, Alexandre. **Responsabilidade dos Administradores de S.A. Business Judgment Rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. Volume II. Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Lições de direito societário: sociedade anônima**. 1. ed. vol II. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005.

_____. **Manual das companhias ou sociedades anônimas**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

LUCCHESI, Guilherme Brenner. **O objeto da tutela penal no delito de *insider trading*: uma análise crítica a partir da dogmática contemporânea**. Revista Brasileira de Ciências Criminais, RBCCrim 90/137, ano mai.-jun./2011.

MUNIZ, Ian. **Fusões e aquisições - aspectos fiscais e societários**. 2. Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Responsabilidade civil dos administradores em operações de fusões & aquisições**. In Direito societário: fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence. Dinir Salvador Rios da Rocha, Larissa Teixeira Quattrini, coord. São Paulo: Saraiva. 2012, p.161-183.

Acusação contra Eike é rara em meio a aumento dos vazamentos. Disponível em <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/acusacao-contraeike-e-rara-em-meio-a-aumento-dos-vazamentos>>. Acesso em 17/05/2015.

Eike Batista's Insider Trading Case in Brazil to Test a Much-Criticized Justice System. Disponível em <http://dealbook.nytimes.com/2014/11/16/insider-trading-case-in-brazil-to-test-a-much-criticized-justice-system/?_r=0>. Acesso em 17/05/2015.