**INSPER – Instituto de Ensino E Pesquisa**
**LL.M em Direito Societário**

Pedro Henrique Souza de Oliveira

# Os deveres dos membros dos Conselhos de Administração de Companhias abertas em ofertas não solicitadas à luz do Direito brasileiro e sua aplicabilidade prática em casos recentes

São Paulo – SP
2021

Pedro Henrique Souza de Oliveira

# Os deveres dos membros dos Conselhos de Administração de Companhias abertas em ofertas não solicitadas à luz do Direito brasileiro e sua aplicabilidade prática em casos recentes

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao LLM em Direito Societário como requisito parcial para a obtenção do título de pós-graduado em Direito Societário.

Orientadores: Profa Ana Cristina Von Gusseck Kleindiest e Gabriel Saad Kik Buschinelli

São Paulo

2021

Oliveira, Pedro Henrique Souza de. **Os deveres dos membros dos Conselhos de Administração de Companhias abertas em ofertas não solicitadas à luz do Direito brasileiro e sua aplicabilidade prática em casos recentes.**

Pedro Henrique Souza de Oliveira – São Paulo, 2021. x f.

Trabalho de Conclusão de Curso (LLM Direito Societário) – Insper, 2021. Orientador: Orientadora Profa Ana Cristina Von Gusseck Kleindiest. Co-orientador: Gabriel Saad Kik Buschinelli

1. Conselheiros. 2. Conselho de Administração. 3. Companhia Aberta. 4. CVM. 5. Deveres de Administradores. 6. Ofertas Não Solicitadas. 7. Ofertas Públicas de Aquisição Hostis. 8. Regulamento B3. I. Pedro Henrique Souza de Oliveira. II. Os deveres e responsabilidades dos membros dos Conselhos de Administração de Companhias abertas em ofertas não solicitadas à luz do Direito brasileiro e sua aplicabilidade prática em casos recentes.

Pedro Henrique Souza de Oliveira

**Os deveres dos membros dos Conselhos de Administração de Companhias abertas em ofertas não solicitadas à luz do Direito brasileiro e ofertas públicas de aquisição hostis e sua aplicabilidade prática casos recentes**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao LLM em Direito Societário como requisito parcial para a obtenção do título de pós-graduado em Direito Societário.

Orientadores: Profa Ana Cristina Von Gusseck Kleindiest e Gabriel Saad Kik Buschinelli

Aos meus pais, por tudo o que fizeram,
e fazem até hoje.

## AGRADECIMENTOS

Meus mais sinceros agradecimentos aos meus pais, Namara e Marco Antonio, à minha madrinha Maria Christina, e aos meus avós, Margarida e Newton que me criaram com muito carinho e me inspiram a cada dia com sua busca incansável em se tornarem pessoas melhores.

Vocês são meu guia, meu exemplo, minha motivação e minha saudade diária.

Agradeço à minha orientadora Professora Ana Cristina Von Gusseck Kleindiest e ao meu co-orientador Gabriel Saad Kik Buschinelli pelo apoio recebido para a realização deste trabalho.

## RESUMO

Este trabalho tem por principal finalidade compreender qual a extensão dos deveres dos membros dos Conselhos de Administração de Companhias abertas em ofertas não solicitadas e ofertas públicas de aquisições hostis e sua aplicabilidade prática em casos recentes. Para tanto, serão analisados os deveres impostos aos administradores das Companhias de capital aberto, definindo-se cada um dos deveres legalmente previstos no direito brasileiro e observando-se quais condutas esperadas dos administradores, bem como fazer um paralelo com tais deveres sob a perspectiva do direito norte-americano. Tal análise será realizada à luz do Direito brasileiro tendo em vista a aplicação prática de tais deveres em casos recentes. Com o intuito de aprofundar esta análise, observaremos um caso prático de oferta não solicitada ocorrido recentemente (ENEVA e AES TIETÊ), analisando ainda a atuação do conselho de administração.



**Palavras-Chave:** Conselheiros. Conselho de Administração. Companhia Aberta. CVM. Deveres de Administradores. Ofertas Não Solicitadas. Ofertas Públicas de Aquisição Hostis. Regulamento B3.

**ABSTRACT**

The main purpose of this paper is to understand the extent of the duties and responsibilities of the members of the Board of Directors of publicly held companies in unsolicited bids and hostile takeover bids, and their practical applicability in recent cases. To this end, we will analyze the duties imposed on the directors of publicly held companies, defining each of the duties legally provided for under Brazilian law and observing which conduct is expected of the directors, as well as drawing a parallel with such duties from the perspective of U.S. law. This analysis will be conducted in light of Brazilian law, taking into account the practical application of such duties and responsibilities in recent cases. In order to deepen this analysis, we will observe a practical case of a recently occurred unsolicited offer (ENEVA and AES TIETÊ), also analyzing the performance of the board of directors.

**Keywords:** Counsellors. Board of Directors. Publicly held Company. CVM. Duties of Managers. Unsolicited Takeover Bids. Hostile Tender Offer. B3 Regulation. Board of Directors Meetings.

## LISTA DE SIGLAS

**AES** – AES Tietê Energia S.A.

**AREZZO** – AREZZO Indústria e Comércio S.A.

**B3** – Brasil Bolsa Balcão

**CVM** – Comissão de Valores Mobiliários

**ENEVA** – ENEVA S.A

**GAFISA** -GAFISA S.A.

**HERING** – CIA HERING

**LINX** - LINX S.A.

**LSA** – Lei das Sociedades Anônimas - Lei nº 6.404/76

**OPA** – Oferta Pública de Aquisição de controle

**Regulamento NM** – Regulamento do Novo Mercado da B3

**TECNISA** – TECNISA S.A.

**SUMÁRIO**

**1 INTRODUÇÃO 11**

**2 PRINCIPAIS DEVERES DOS CONSELHEIROS À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO 14**

**2.1 Considerações iniciais sobre Funções do Conselho de Administração e Deveres dos Conselheiros 14**

2.1.1 O Dever de Diligência 18
2.1.2 Conceito de *Business Judgment Rule* e sua aplicabilidade no Brasil 21
2.1.3 O Dever de Fiscalização 23
2.1.4 O Dever de Informar 24
2.1.5 Dever de cumprimento das Atribuições legais e estatutárias e uso do poder 26
2.1.6 O dever de abster-se de agir quando houver conflito de interesses 26
2.1.7 O dever de vigilância e a vedação à atos de liberalidade 28

**3 RESPONSABILIDADES ESPECÍFICAS DOS CONSELHEIROS NAS OPERAÇÕES DE REORGANIZAÇÕES SOCIETÁRIAS ATRAVÉS DE OFERTAS NÃO SOLICITADAS 30**

**3.1 Considerações iniciais sobre o cenário brasileiro e ofertas não solicitadas e OPA Hostis 30**

**3.2 Diferença entre Oferta Não Solicitada e Ofertas Públicas de Aquisição de Controle na perspectiva do direito brasileiro 33**

**3.3 Atuação dos conselheiros frente a Propostas Não Solicitas 36**

3.3.1 Caso emblemático da Corte de Delaware Conselho em aquisições hostis: Smith vs Gorkom 41

**3.4 Eventuais interesses dos Conselheiros envolvidos em OPA Hostis e Ofertas Não Solicitadas 42**

**4 CASO AES TIETÊ E ENEVA 44**

**4.1 Breve relato dos fatos 44**

**5 CONCLUSÃO 49**

**REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA 51**

# 1 INTRODUÇÃO

Desde sua criação as sociedades anônimas são o instituto jurídico que têm por principal objetivo organizar as atividades econômicas de forma a tentar reduzir ao máximo os custos de transação, sendo certo que tais custos são controlados, em caso de Companhias de capital aberto, muito mais pelos administradores, do que pelos milhares de acionistas de tais sociedades.

Essas sociedades foram criadas e são constituídas em forma de uma organização empresarial na qual cada agente possui algum tipo de dever e responsabilidade, seja com os diversos *stakeholders* envolvidos, seja com os acionistas, ou seja, com quaisquer terceiros. Durante todo o período de desenvolvimento das relações comerciais, tais conceitos tiveram que ser aprimorados e adaptados a seu tempo, de acordo com as demandas do mercado, sendo que atualmente o entendimento é de que o controle e gestão das sociedades anônimas são exercidos essencialmente pelos administradores, e complementarmente pelos controladores[1].

Assim, os administradores de Companhias abertas, especialmente os Conselheiros de Administração, são os responsáveis por darem as diretrizes gerais que guiarão as Companhias, seja para o sucesso ou para o fracasso, conforme o caso. No caso do sucesso, que é sempre o almejado pela Companhia, os administradores agem de forma acertada, buscando obter lucros, que serão distribuídos aos acionistas em forma de dividendos.

Em razão de sua responsabilidade, os administradores enfrentam o escrutínio público, além de investigação por parte do órgão regulador do mercado de capitais, no caso do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, a CVM. Diante dessas responsabilidades e deveres, os conselheiros de administração devem se orientar por alguns princípios norteadores, sobre os quais abordaremos no segundo capítulo.

---

[1] VON ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010, p.4.

Tendo em vista que são os responsáveis por dar as diretrizes principais das Companhias abertas, que são instrumento da administração do capital de terceiros, estes administradores é que decidem o que é, ou não é adequado para referida Companhia atingir seu objetivo final, qual seja, o lucro.

Nesse sentido, as operações societárias se revelam como relevantes instrumentos de expansão empresarial, haja vista que, através delas, são realizadas combinações de negócios dos mais variados tipos e pelas mais variadas causas.

Dito isso, e partindo do princípio que em operações societárias, de maneira geral, há diversos agentes com interesses conflitantes (e.g., acionista controlador versus acionistas minoritários, acionista controlador versus administradores, administradores versus acionistas minoritários, etc.), as responsabilidades dos administradores são maximizadas, eis que deles decorrem a decisão de partir, ou não, para tal operação sendo certo que aos acionistas cabe apenas a aprovação em instância final, a assembleia de acionistas.

Quando essas transações envolvem sociedades de capital aberto, tais diferenças são potencializadas e identificadas com clareza nas discussões no âmbito das propostas de administração e realização de assembleias gerais de acionistas. Diante disso, essas Companhias são submetidas à normas específicas, nos termos do artigo 184-A da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”), que visam a proteção de acionistas minoritários e fiscalização dos atos dos administradores e controladores (EIZIRIK, 2011, p. 79).

Dessa forma, observa-se que os conselheiros das Companhias de capital aberto possuem deveres e responsabilidades complexos, no sentido de que sua atuação envolve, além dos seus interesses próprios enquanto empregados, os interesses dos sócios da Companhia, mas também dos acionistas, a quem suas ações devem orientar o voto, de forma a sempre preservar suas atribuições legais e estatutárias.

Para o desenvolvimento dos conceitos de deveres e responsabilidades citados acima, o presente trabalho também tem como objeto a análise dos reflexos da condução de casos recentes que envolveram ofertas não solicitadas.

Referida reflexão se faz necessária, pois por meio da análise dos casos concretos é possível avaliar e identificar, a posição dos administradores de uma Companhia aberta em casos concretos recentes, e qual a influência dos seus deveres e responsabilidades legais em termos práticos.

Dito isso, o presente trabalho irá: (i) por meio da exposição e análise dos deveres e responsabilidades dos conselheiros de administração das Companhias abertas identificar os parâmetros de conduta para as e ofertas não solicitadas; e (ii) analisar, do ponto de vista regulatório, conforme estabelecido nos regulamentos da B3 e pela CVM bem como do ponto de vista da doutrina, as condutas de conselheiros de administração frente casos concretos recentes.

Referido tema possui grande relevância teórica e prática, visto que tem se verificado um substancial aumento no número de operações de reorganizações societárias (incluindo as ofertas não solicitadas) no Brasil na última década[2], e, diante disso, torna-se necessário entender quais os padrões utilizados pela CVM diante de casos concretos.

Além da análise sobre os deveres dos conselheiros, o presente trabalho apresentará uma abordagem teórico-prática do assunto, apresentando a posição doutrinária sobre a interpretação e aplicação dos deveres e responsabilidades dos administradores, atribuídos pela Lei das S.A. e pela legislação específica, bem como a aplicação prática destes temas.

Diante disso, referido exercício tem como objetivo alinhar os preceitos teóricos e a prática do mercado para a negociação e execução de operações financeiras que visam o proveito financeiro e desenvolvimento comercial, sendo para diversos acionistas unicamente um investimento capitalista, além de uma operação societária.

Por fim, a conclusão do presente trabalho trará uma reflexão sobre as principais considerações que devem ser feitas pelos membros do conselho de administração no que concerne aos seus deveres e responsabilidades legais em uma operação de reorganização societária envolvendo uma Companhia brasileira de capital aberto.

---

[2] **ESTADO DE SP.** Mercado aposta em aceleração dos negócios de fusão e aquisição. Disponível em: https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-aposta-em-aceleracao-dos-negocios-de-fusao-e-aquisicao-em-2021,70003564967, acesso em 12 de maio 2021.

# 2 PRINCIPAIS DEVERES DOS CONSELHEIROS À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO

## 2.1 Considerações iniciais sobre Funções do Conselho de Administração e Deveres dos Conselheiros

Primeiramente, antes de iniciar qualquer análise a respeito das funções do conselho de administração, bem como dos deveres de seus membros, é de suma importância termos em mente que na atuação da Companhia aberta, há um interesse público perante a sociedade, eis que essa é financiada pela poupança popular e, por isso, as Companhias abertas são disciplinadas por normas públicas, inderrogáveis pela vontade dos acionistas, eis que são fixadas para a proteção dos investidores[3].

Desta forma, os interesses envolvidos em assuntos relacionados a companhias abertas não são reservados exclusivamente aos acionistas e, por isso, temos, nas palavras do ilustre Nelson Eizirik que a

> existência de normas específicas quanto aos e à responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas, bem como um sistema de fiscalização exercido pela CVM, particularmente sobre tais companhias como forma de atender ao princípio do *disclosure*[4].

Outro aspecto de suma importância é a verificação sobre a natureza da relação firmada entre os administradores da companhia e a sociedade em si, tendo em vista que é essa natureza que determina os deveres aos quais referidos administradores estão submetidos e, por consequência, qual o regime de responsabilidade que se aplica a eles[5].

Por muito tempo, dominou no Direito societário o entendimento de que tal relação era de caráter contratualista, sendo o administrador considerado às vezes como um prestador de serviços, noutras vezes como representante legal ou ainda

---

[3] EIZIRIK, Nelson, GAAL Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcos de Freitas. **Mercado de capitais** [regime jurídico]. 4 ed. São Paulo: Quatier Latin do Brasil**,** 2019, p. 545.
[4] *Ibidem.*
[5] *Ibidem.*

como mandatário da Companhia. Baseado nessa teoria, o Direito societário aprimorou o conceito de que tais administradores são elementos inerentes à própria companhia e, por isso, quando ela se manifesta através de seus administradores, é a própria companhia que está manifestando sua vontade, bem como é ela que pratica o ato jurídico, não se estabelecendo entre estes e a companhia uma relação contratual, sendo certo que os deveres e obrigações destes não se originam de contrato, mas sim da lei[6].

Neste sentido, o ilustre advogado e ex-diretor da CVM, Marcelo Barbosa afirma que:

> A relevância do tema parece evidente, uma vez que a percepção, pelos agentes do mercado de capitais, a respeito da clareza e da razoabilidade das regras atinentes aos deveres e responsabilidades dos administradores tem repercussão direta no funcionamento das companhias.
>
> Não à toa, o sistema da lei societária foi concebido com notável preocupação no sentido de assegurar equilíbrio entre a liberdade de atuação dos administradores e o primado do interesse social. Assim, optou-se por estabelecer um elenco de deveres aos quais os administradores estão sujeitos, a partir de cláusulas gerais (ou padrões de conduta), sem a prescrição de comportamentos muitos específicos, o que criaria problemas sérios de inflexibilidade e menor adaptabilidade à dinâmica das práticas empresariais e a circunstâncias específicas, e sem sempre previsíveis, de casos concretos[7].

Ademais, se faz mister lembrar que o conselho de administração, nos moldes do artigo 138, § 1º da LSA, de uma Companhia de capital aberto é órgão colegiado[8] e, assim sendo, este órgão colegiado é formado por indivíduos que externalizam seu voto e, através destes votos, a Companhia segue perseguindo o seu objeto social.

Assim sendo, a Companhia por ser uma pessoa jurídica independente dos seus acionistas, é a única e legítima titular de direitos e obrigações e, por isso, tem seus próprios direitos e deveres, os quais, não se confundem, em nenhuma instância, com

---

[6] EIZIRIK, Nelson, GAAL Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcos de Freitas. **Mercado de capitais** [regime jurídico]. 4 ed. São Paulo: Quatier Latin do Brasil**,** 2019, p. 546/547.

[7] BARBOSA, Marcelo. Dever de Diligência: Forma e Conteúdo. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e outros temas em homenagem a Nelson Eizirik**. Volume III, São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 51)

[8] EIZIRIK, Nelson, GAAL Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcos de Freitas. **Mercado de capitais** [regime jurídico]. 4 ed. São Paulo: Quatier Latin do Brasil**,** 2019, p. 548.

os direitos e deveres dos indivíduos que compõe o conselho de administração.

O conselho de administração é o órgão máximo de decisão nas Companhias de capital aberto, nos termos do artigo 138 da LSA é um órgão colegiado, como já explicitado, e dentre suas principais funções estão atuar como (i) órgão deliberativo e (ii) órgão fiscalizador.

A primeira e mais relevante função do conselho de administração é de ser um órgão de caráter deliberativo; através de seus membros, aqui chamados de conselheiros, as decisões referentes à administração da companhia são tomadas e aprovadas, ou não, em sede de reuniões do Conselho de Administração.

Em segundo lugar, temos que o conselho de administração é órgão fiscalizador, cabendo a ele fiscalizar os atos da diretoria eleita: as decisões aprovadas no conselho de administração são executadas pelos diretores, sendo função primordial do conselho fiscalizar se ela está cumprindo com seu papel de órgão executor das diretrizes aprovadas no Conselho de Administração.

A competência do conselho de administração, está descrita no artigo 142 da LSA, que determina que compete ao conselho: (i) fixar a orientação geral dos negócios da Companhia; (ii) eleger e destituir diretores e fixar-lhes as atribuições, (iii) fiscalizar a gestão da diretoria; (iv) convocar assembleia geral; (v) examinar as contas da Companhia; (vi) manifestar-se previamente sobre atos ou contratos; (vii) deliberar sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; (viii) autorizar a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; (ix) escolher e destituir auditores independentes, tudo nos termos do estatuto.

Distingue-se, diante disso, que o conselho de administração não tem poder de representação, sendo suas atribuições intermediárias entre as da assembleia geral e as da diretoria, assumindo decisões estratégicas e orientando a execução pelos demais membros da administração da Companhia. Entretanto, mesmo se tratando de um órgão deliberativo e fiscalizador, os membros possuem deveres e responsabilidades, visto que seus atos e omissões podem resultar em prejuízo para a

Companhia, para os seus acionistas[9] e para terceiros.

A análise dos deveres dos membros do conselho de administração se mostra relevante, visto que, a partir dela é possível se delimitar e aperfeiçoar a responsabilidade e o controle da atuação dos conselheiros[10].

Nesse sentido, o presente capítulo analisará os deveres gerais dos membros do conselho de administração de Companhias de capital aberto, contemplando as disposições dos artigos 153 a 158 da LSA, destacados como os deveres fiduciários dos administradores.

Destaca-se ainda, que para além dos deveres explícitos na lei das SAs, destacados acima, Von Adamek[11] - conforme classificação que ele elabora –, propõe a existência ainda de outros, a saber : (i) deveres específicos, incluindo a completude dos atos de constituição, convocação da assembleia ordinária, elaboração e entrega dos relatórios da administração, escrituração dos livros societários, dentre outros; (ii) deveres implícitos, além do previsto na legislação devem atuar em conformidade com o estatuto, deliberações válidas das assembleias e os princípios societários; (iii) deveres individuais, inclusive os membros de um órgão deliberativo possuem dever de forma individual com a Companhia; e (iv) deveres para com a Companhia, isto é, a obrigatoriedade do administrador é com o interesse da Companhia, e não dos acionistas.

No mesmo diapasão, observa-se que a legislação societária apresenta parâmetros genéricos, acompanhado de explicações exemplificativas, sobre a conduta esperada dos administradores, configurando os denominados *standards*. Assim, é necessário que exista cautela por parte dos administradores para a observância desses critérios, visto que a responsabilidade decorre da sua atribuição de gestão da Companhia, na qual dispõe de bens alheios[12].

---

[9] VON ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010, p.21-22.
[10] PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas.** Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 2.
[11] VON ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010, p. 120.
[12] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas.** Volume 3. 6 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 369.

### 2.1.1 O Dever de Diligência

O legislador pátrio optou pela implantação dos deveres fiduciários sob padrões de conduta abertos, assim como ocorre em países europeus e da jurisprudência consolidada norte americana. Assim, a conduta a que se refere o dever de diligência adotado em *Delaware* não é muito diferente, em termos de conteúdo, do que utilizamos como padrão de dever de diligência aqui no Brasil, sendo que em 1963[13], a Suprema Corte de *Delaware* descreveu, de forma cristalina, o *standard* conforme o qual[14], "na administração dos negócios da companhia, os conselheiros de administração devem empregar o mesmo padrão de diligência de pessoas que as pessoas prudentes e cuidadosas adotariam em circunstâncias semelhantes[15]".

A despeito de ser um dever de difícil definição, por ser muito vago, a LSA não é muito diferente das leis societárias de países como Espanha, Alemanha e Itália. Nesse sentido Modesto Carvalhosa[16] afirma que o dever de diligência é um princípio da tradicional figura romana do *vir probus*, do bônus *pater familias*, paradigma este transformado com o passar do tempo, dos costumes e das relações econômicas e políticas. Trata-se de conceito abstrato que não implica um comportamento determinado, mas um padrão de comportamento, no sentido de cuidado e zelo.

Marcelo Barbosa, de forma resumida, acredita que:

> O dever de diligência, em particular, por seu caráter especialmente abrangente, assume evidente centralidade no regime disciplinar dos administradores de companhias, o que lhe confere função orientadora dos demais deveres fiduciários previstos na lei societária [...][17].

---

[13] *Graham v. Allis-Chalmers*.

[14] BARBOSA, Marcelo. Dever de Diligência: Forma e Conteúdo. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e outros temas em homenagem a Nelson Eizirik**. Volume III, São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 52.

[15] BARBOSA, Marcelo. Dever de Diligência: Forma e Conteúdo. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e outros temas em homenagem a Nelson Eizirik.** Volume III, São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 52)

[16] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas.** Volume 3. 6 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 230.

[17] BARBOSA, Marcelo. Dever de Diligência: Forma e Conteúdo. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e outros temas em homenagem a Nelson Eizirik.** Volume III, São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 52.

O dever de diligência é, sem dúvida, o principal dever do administrador. Ele é baseado em alguns *standards,* que são bastante amplos e muito flexíveis, com o intuito de abranger inúmeras hipóteses, estabelecendo assim diretrizes gerais, mesmo que não esgote todas as hipóteses.

Primeiramente, tem-se que a boa-fé é o principal condutor dos referidos *standards* e, por isso, a linha é muito tênue entre erros de julgamentos pelos conselheiros guiados pela boa-fé (e demais deveres e outras práticas que falaremos no decorrer deste trabalho) e erros de julgamento pelos conselheiros que não utilizaram a boa-fé como fio condutor e colocaram outros interesses a frente desta.

Devido à amplitude do conceito de diligência, pode-se levar em consideração, com uma visão moderna de referido conceito, que ser diligente é empregar na condução das atividades empresariais algumas cautelas, métodos e recomendações, não significando ser exclusivamente a colheita de informações que se julgam necessárias para a tomada de certas decisões cruciais em nível de membro de conselho de administração, contudo.

Nesse sentido, devido grande abrangência e importância do dever de diligência, Eizirik o divide em algumas subespécies, partindo do princípio de que, pela importância, o dever de diligência seria o gênero[18].

Assim sendo, há embutido nesse dever de diligência, outro fator que não se pode deixar de lado, que o fato de que o muito embora tenha sido o conselheiro indicado e eleito por determinado acionista, não deve privilegiar quem o indicou em detrimento da Companhia, mantendo assim o dever de diligência com a Companhia.

O artigo 153 da LSA determina que a atuação do administrador na Companhia deverá ser cuidadosa e diligente, tal como faria com o seu próprio negócio. Entretanto, atualmente, além da conduta comum a um homem ativo e probo, entende-se que a atuação competente e profissional do administrador também é esperada[19].

Nesse sentido, verifica-se dificuldade na aplicação do *standard* em casos

---

[18] EIZIRIK, Nelson, GAAL Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcos de Freitas. **Mercado de capitais** [regime jurídico]. 4 ed. São Paulo: Quatier Latin do Brasil**,** 2019, *passim.*

[19] PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas.** Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 41.

concretos, razão pela qual o doutrinador Marcelo Vieira Von Adamek[20] faz algumas considerações sobre o dever de diligência ordinário, denominação dada à previsão da Lei das Sociedades Anônimas, que deve ter as subjetividades respeitadas levando em consideração, recursos disponíveis, circunstâncias da tomada de decisão, atividade desempenhada pela Companhia, e outras particularidades, inclusive qualidades individuais.

A primeira consideração diz respeito a aplicação do dever no caso concreto, que precisa ser realizada *in abstracto*, tendo como referência a conduta diligente e ativa definida do artigo 153, mas levando em consideração os elementos concretos, como a diferenciação entre a gestão de uma empresa familiar e uma listada na bolsa. A segunda concerne à temporalidade da tomada de decisão, visto que a diligência deve ser averiguada levando as opções e informações disponíveis na época, e não do que se resulta após os fatos consumados[21].

Observa-se que tal dever tem caráter acessório ou instrumental[22], visto que sua finalidade é de orientação da gestão corporativa. Contudo, como se trata de uma diretriz genérica, é necessária a análise do que se espera dos administradores, principalmente os conselheiros de Companhias de capital aberto, na medida em que possuem a competência de orientar voto dos acionistas em matérias de grande relevância, e em regra são formados por profissionais experientes.

Diante disso, as Companhias de capital aberto observam, além do previsto da Lei das Sociedades Anônimas, a legislação aplicável da CVM, que estabelece critérios específicos para os cargos de conselheiro, independente ou não, de forma a possibilitar que o nível de diligência esperado deles seja superior e mais complexo.

Nesse sentido, o artigo 5º da Instrução CVM 565, a qual dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo Companhias de capital aberto, determina que nessas hipóteses o administrador da

---

[20] VON ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010, p.125.
[21] VON ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010, p. 126 – 128.
[22] SIMÕES, Paula Cristina Raposo Rodrigues Cabriz. **Os Deveres de Diligência e de Lealdade dos Administradores de Sociedades Anônimas** (Dissertação). Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 1998, p. 96.

empresa deverá verificar se as informações prestadas pelas demais observam a regulamentação aplicável. Ou seja, nota-se que o risco público uma operação pode trazer, inclusive no tocante à proteção dos direitos dos acionistas minoritários, e o nível de diligência, sob o aspecto objetivo e subjetivo, são proporcionais.

### 2.1.2 Conceito de *Business Judgment Rule* e sua aplicabilidade no Brasil

A *business judgment rule,* ou regra de julgamento de negócio*,* surgiu com o *leading case*, Percy v. Millaudon, decidido pela Suprema Corte da Louisiana, pelos idos de 1829, e tem ocupado uma importante posição no direito societário brasileiro, sendo certo que seus elementos e características são englobados por dispositivos correspondentes em nosso ordenamento jurídico pátrio, o que é demonstrado pela aplicação das regras da *business judgment rule* em grande parte das decisões da CVM e pelo Judiciário, mesmo que neste último, ainda o seja feito de maneira tímida[23].

Resta óbvio que a questão da incorporação da *business judgment rule* pelo direito pátrio é de vital importância, sendo certo que não é um tema simples e, muito menos, sem consequências práticas, principalmente envolvendo a questão dos julgamentos da CVM frente a atuação dos conselheiros nos casos concretos, isto pois a recepção de princípios norteadores do direito comparado (direito norte-americano) podem ser aplicados de forma distorcida pelos julgadores, fazendo que se alcancem resultados diversos frente ao conceito original da *business judgment rule[24].*

O professor e advogado Nelson Eizirik define, em poucas palavras, a *business*

---

[23] BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de Companhias e a Business Judgment Rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 165. Podemos citar a decisão proferida pelo Des. Mário Guimarães Neto na apelação – 0011934-32.2005.8.19.0209, com julgamento: 30/10/2012, da Decima Segunda Camara Civel: EMENTA. APELAÇÃO CÍVEL. PRELIMINARES. REJEIÇÃO. DIREITO SOCIETÁRIO. AÇÃO DE RESPONSABILIDADE CONTRA ADMINISTRADOR DE SOCIEDADE ANÔNIMA. ALEGADO ABUSO E DESVIO DE PODERES. LAUDO PERICIAL QUE ESGOTA AS PLÚRIMAS NUANCES FÁTICAS DAS OPERAÇOES SOCIETÁRIAS, SINALIZANDO A BOA-FÉ DO DIRETOR E A AUSÊNCIA DE PREJUÍZO À COMPANHIA. POSSIBILIDADE DE EXCLUSÃO DA RESPONSABILIDADE EM FACE DA PROVA DA BOA-FÉ E DE QUE OS ATOS VISAVAM ALCANCAR OS INTERESSES DA SOCIEDADE. ART. 159, §6º, DA LSA. SEGUNDO RECURSO PROVIDO PARA JULGAR IMPROCEDENTES OS PEDIDOS. PRIMEIRO RECURSO PREJUDICADO.

[24] BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de Companhias e a Business Judgment Rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 165.

*judgment rule* da seguinte forma:

> A *business judgment rule* constitui um *standard of judicial review*, isto é, corporifica uma regra de controle judiciário sobre as decisões dos administradores, estabelecendo a presunção de que estes agiram de forma independente e desinteressada, com conhecimento e informações adequados, com boa-fé e acreditando que seus atos visaram a atender aos melhores interesses da companhia[25].

O autor entende, ainda, que se os administradores tomarem a decisão de boa-fé e sempre no interesse da companhia, bem como sendo fundamentada em informações razoáveis, essas decisões não devam ser revistas por tribunais e nem eles, administradores devam ser responsabilizados no caso de tais decisões acabarem sendo inadequadas e/ou mal sucedidas, sendo certo que a *business judgment rule* tem por finalidade primordial dar aos administradores proteção em razão de suas decisões, eis que, como conselheiros de companhias abertas, correm determinados riscos que são intrínsecos à gestão de companhias abertas e tomada de decisões vitais a vida empresarial desta[26].

Assim, segundo Eizirik, a *business judgment rule* pode ser justificada, se respeitadas, as seguintes razões:

a) apesar de que os conselheiros sejam o mais diligentes possível, estes podem tomar decisões que se forem analisadas após, podem dar a impressão destes terem sido negligentes pela companhia ter sofrido danos;

b) a tomada de riscos é intrínseca às decisões da companhia, e por isso, não é possível exigir dos administradores resultados positivos na totalidade destas decisões;

c) é danoso à própria companhia se as decisões tomadas pelos seus conselheiros forem sempre indagadas e/ou questionadas pelos acionistas da companhia; e

d) os julgadores, em sua maioria, por não terem experiência prática empresarial não estão aptos a mudar os conselheiros e decidirem a respeito da

---

[25] EIZIRIK, Nelson, GAAL Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcos de Freitas. **Mercado de capitais [regime jurídico].**4ª Edição, Quatier Latin do Brasil**,** 2019, p. 568.

[26] EIZIRIK, Nelson, GAAL Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcos de Freitas. **Mercado de capitais** [regime jurídico]. 4 ed. São Paulo: Quatier Latin do Brasil**,** 2019, p. 568.

oportunidade e a conveniência das decisões negociais tomadas por estes[27].

Em um cenário similar ao descrito acima, e com um mercado financeiro complexo e com um considerável número de empresas listadas na bolsa, o direito norte-americano, por meio de tendência jurisprudencial, estabeleceu a determinada *business judgment rule*. Referida regra busca auxiliar a análise da tomada de decisão de um administrador, levando em consideração se foi realizado por meio de um processo razoável e bem-informado, independente do resultado alcançado[28]

Entretanto, para que seja aplicável, e o administrador não seja responsabilizado, existem alguns requisitos, sendo eles: (i) verificar uma ação ou omissão deliberada; (ii) não podem ter interesse pessoal ou financeiro envolvido na matéria; e (iii) deve ter se informado antes de tomar a decisão[29].

Nesse sentido, em contraposição ao dever de diligência, existe a preocupação de também proteger os administradores para que atuem no melhor interesse da Companhia, sem riscos de terem decisões questionadas pelos acionistas ou terceiros. Cabe-se destacar que a CVM, como órgão regulador e sancionador, utiliza do conceito do *business judgement rule* como forma de avaliação do cumprimento de deveres e responsabilização de administradores.

### 2.1.3 O Dever de Fiscalização

O artigo 155 da Lei das Sociedades Anônimas dispõe, por meio de vedações, o dever de lealdade para com a Companhia e seus negócios. Tal como o dever de diligência, trata-se da definição de uma conduta esperada do administrador, entretanto, difere-se deste por ter como essência a relação de confiança que não pode ser restituída materialmente, de forma que a responsabilização independe de dano

---

[27] *Ibidem,* p. 571.
[28] VON ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010, p. 129-130.
[29] PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas.** Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 74-75.

causado à Companhia[30]

Por conseguinte, o dispositivo legal traz vedações e orientações expressas, que guiam a atuação dos administradores, sendo elas: (i) utilizar, para benefício próprio ou de terceiros, oportunidade comercial que tenha conhecimento em razão do seu cargo; (ii) omitir-se de no exercício ou proteção dos direitos da Companhia, ou oportunidade de negócio, em benefício próprio ou de terceiros; (iii) adquirir, para revenda com lucro, bem ou direito necessário ou que a Companhia pretenda comprar; (iv) guardar sigilo sobre qualquer informação, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado; ou (v) não valer-se de informação sigilosa para obter, para si ou para terceiros, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários, zelando para que isso não ocorra entre seus subordinados.

Dessa forma, nota-se que por exceção dos itens (ii) e (v) que tratam de omissões por parte dos administradores as demais vedações referem-se às práticas que lesionariam a lealdade para a Companhia, e seus negócios. Ou seja, a legislação trouxe como definição do dever de lealdade, e como forma de tornar o comando mais efetivo, um rol exemplificativo de condutas desleais.

Por fim, destaca-se que os membros do conselho de administração devem ter especial zelo do dever de lealdade visto que, inclusive quando vão orientar o voto de acionistas, ou apresentar uma proposta para realização de uma operação, deve levar em consideração o interesse da Companhia, e não de um acionista isoladamente, mesmo que seja controlador ou o responsável pela sua indicação.

### 2.1.4 O Dever de Informar

O dever de informar é ligado à responsabilidade que o conselheiro tem de informar aos acionistas e ao mercado geral sobre eventos importantes que ocorrem na vida empresarial da Companhia; esse dever é aplicável exclusivamente aos

[30] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas.** Volume 3. 6 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 412.

administradores de Companhias de capital aberto, não cabendo tal dever para conselheiros de Companhias de capital fechado.

Fábio Ulhôa Coelho considera que o cumprimento desse dever apresenta dois aspectos distintos, e aponta quais sejam: “de um lado, o pertinente às informações para esclarecimentos de acionistas; de outro, as comunicações de modificações na posição acionária ou de fatos relevantes, cujo destinatário é o mercado. (ou seja, os seus operadores e investidores em geral)”[31].

O artigo 157 da LSA diz que é dever do conselheiro divulgar aos acionistas e ao mercado possíveis conflitos de interesse, incluindo, mas não se limitando à propriedade de valores mobiliários da Companhia em que exerça seu mandato. O exercício de referido dever se dá por meio de assembleias, reuniões, fato relevantes, aviso aos acionistas e aviso ao mercado.

Ainda, Carvalhosa subdivide o dever de informação em dois encargos: o de informar sobre o estado financeiro, e o de informar sobre o estado dos negócios da Companhia, revelando clara e prontamente atos e fatos relevantes que possam influenciar na precificação de valores mobiliários[32].

Além do disposto no artigo 157, os acionistas podem exigir esclarecimento sobre as contas, demonstrações financeiras e demais documentos pertinentes, quando solicitado na assembleia geral ordinária, conforme o §1º do artigo 134 da Lei das Sociedades Anônimas[33].

Luiz Antonio de Sampaio Campos[34] relembra ainda que os esclarecimentos prestados pelos administradores aos acionistas poderão ser reduzidos a escrito, sendo fornecida cópia aos acionistas que assim solicitarem, como também a qualquer participante da assembleia geral, que é a destinatária da comunicação realizada pelos

---

[31] COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial:** direito de empresa. 15 ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 257.
[32] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas.** Volume 3. 6 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 473.
[33] VON ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010, p. 175.
[34] CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **§ 292 – Dever de Diligência in Direito das Companhias**. Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira (coords.) Rio de janeiro: Forense, 2009, p. 1177.

administradores, conforme relembra Paulo Fernando Campos Salles de Toledo[35].

### 2.1.5 Dever de cumprimento das Atribuições legais e estatutárias e uso do poder

O caput do artigo 154 da Lei das Sociedades Anônimas dispõe da finalidade das atribuições dos administradores, de forma que a sua atuação orientada pela legislação e pelo estatuto social, satisfazendo o bem público e função social da empresa, deverá objetivar os interesses da Companhia. Dessa forma, a administração da Companhia deve ser condizente com o seu objeto social e realizada no âmbito dos direitos e deveres da Companhia, na defesa de seus interesses[36].

Em sequência, no parágrafo primeiro do referido dispositivo legal, diz respeito a independência do administrador para com o grupo ou classe de acionistas que o elegeu, tendo os mesmos deveres que os demais. Entretanto, quando se trata de um conselheiro vinculado por acordo de acionistas, cabendo a ele apenas não respeitar as disposições do mesmo caso seja contrária a suas atribuições[37].

Ainda, é vedado aos administradores os atos de liberalidade, conforme disposto na alínea *a* do parágrafo segundo, entendendo-se como aqueles que reduzem o patrimônio da Companhia, sem benefício ou vantagem econômica em contrapartida[38].

### 2.1.6 O dever de abster-se de agir quando houver conflito de interesses

---

[35] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **O conselho de Administração na Sociedade anônima**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 64.
[36] VON ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010, p. 143.
[37] WALD, Arnaldo. A evolução do regime local do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesse, **RDB,** 11/16.
[38] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas.** Volume 3. 6 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 401.

Além dos deveres descritos acima, o artigo 156 da Lei das Sociedades Anônimas dispõe das formalidades necessárias no caso de interesse conflitante de um administrador em operações e deliberações, devendo não apenas se abster de votar como informar os demais sobre o impedimento, fazer constar na ata a natura e extensão do seu interesse.

Entretanto, a legislação não traz a definição de conflito de interesse, sendo necessária uma análise doutrinária. Von Adamek[39] dispõe sobre o conflito de interesses "assim se conclui que não há critério formal para evidenciá-lo, mas, pelo contrário, a sua constatação apresenta-se como questão de fato, a ser analisada à luz do caso concreto", defendendo que o um interesse conflitante só poderá ser evidenciado se resultar em prejuízo a Companhia. No mesmo sentido, Carvalhosa (2014, p. 449) elucida que "a configuração do interesse conflitante somente poderá ser alcançada por critério formal".

A relevância da determinação da existência de conflito de interesse reside no fato de que esses negócios, realizados por administradores conflitados, são anuláveis[40], o que pode vir a trazer graves prejuízos para a Companhia, para os acionistas, para terceiros e até mesmo para o mercado, em razão da geração de instabilidades.

Não se pode perder de vista que os administradores devem exercer a sua atividade profissional sempre em benefício da Companhia, fazendo prevalecer por meio de suas decisões o interesse social, mas isso não impede que existam também os seus interesses próprios, o que denota a existência de uma "tensão" entre um e outro interesses. Luiz Felipe Spinelli esclarece que "tenho em vista que um é fiduciário do outro, dele aquele [o administrador] sempre colocar em primeiro lugar os interesses do fiduciante (art. 154, da Lei 6.404/1976), já que a relação fiduciária impõe esta

---

[39] VON ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010, p. 164.
[40] CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **§ 292 – Dever de Diligência in Direito das Companhias**. Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira (coords.) Rio de janeiro: Forense, 2009, p. 1166.

hierarquia de prioridades”[41].

Reservamo-nos a opinião de que apenas na análise da situação concreto será possível averiguar a ocorrência de conflito de interesse. Tal qual Luiz Antonio de Sampaio Campos entendemos que:

> Embora haja alguma controvérsia sobre a extensão que se deva dar ao conteúdo da expressão conflito de interesses, a doutrina de uma forma geral, tem se inclinado para estabelecer que o conflito de interesses é matéria de fato, o que deve ser examinada em cada caso concreto, não sendo mesmo improvável que para situações teoricamente iguais ocorram, do ponto de vista da configuração do conflito de interesses, soluções diferentes. Para que se caracterize o conflito de interesses mencionado na LSA, é necessária uma situação que implique obrigatoriamente um choque de interesses, uma colisão entre o interesse social e o do administrador, que faria com que um não pudesse prevalecer sem o sacrifício do outro. Essa contraposição, esse conflito, deve ser substancial (e não apenas formal), efetivo e irreconciliável, a não permitir convergência ou conciliação. Para se alcançar um interesse ter-se-ia inevitavelmente que prejudicar outro[42].

Dessa forma, nota-se que a previsão legal sobre conflito de interesses para os administradores visa orientar, preventivamente, como esses devem agir diante de um possível interesse conflitante, mas que, em verdade a ocorrência de conflito de interesses só pode ser verificado no caso concreto, avaliando se é prejudicial para a Companhia.

### 2.1.7 O dever de vigilância e a vedação à atos de liberalidade

Por fim, tratando-se da análise sob a perspectiva dos membros do conselho de administração, cabe a atenção ao dever de vigilância, sendo genérico e implícito, podendo ser deduzido dos parágrafos primeiro e quarto do artigo 158 da Lei das Sociedades Anônimas, e ainda, do dever de diligência[43].

---

[41] SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de Interesse na administração da Sociedade Anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 135.
[42] CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **§ 292 – Dever de Diligência in Direito das Companhias**. Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira (coords.) Rio de janeiro: Forense, 2009, p. 1156.
[43] VON ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010, p. 179.

Diante desses dispositivos, observa-se a obrigação de vigilância entre os administradores, contudo aplica-se também no dever dos conselheiros em fiscalizar e se manter informado sobre os atos da diretoria[44]. Ou seja, a atribuição do conselho de administração de fiscalizar a diretoria, assim como a definição da estratégia de negócios da Companhia, reflete como um dever, e assim um fator de responsabilização, caso sejam negligentes.

Necessário contudo esclarecer que há limites para esse dever de vigilância, Luiz Antonio de Sampaio campos explica que “caso exigisse um dever de vigilância do dia a dia da companhia e dos atos singulares em geral, tal fato terminaria por criar um nível de responsabilidade incompatível com a atividade do administrador”, e ele prossegue afirmando que isso “comprometeria a própria eficiência da administração em si” [...] não só porque faria com que “os administradores desviassem tempo e energia que deveriam estar devotados à administração da companhia para essa tarefa específica, cujos custos certamente seriam maiores do que o benefício, além da perda de eficiência da própria vigilância propriamente dita (sic)”[45].

---

[44] VON ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010, p. 181.
[45] CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **§ 292 – Dever de Diligência in Direito das Companhias**. Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira (coords.) Rio de janeiro: Forense, 2009, p. 1108.

# 3 RESPONSABILIDADES ESPECÍFICAS DOS CONSELHEIROS NAS OPERAÇÕES DE REORGANIZAÇÕES SOCIETÁRIAS ATRAVÉS DE OFERTAS NÃO SOLICITADAS

## 3.1 Considerações iniciais sobre o cenário brasileiro e ofertas não solicitadas e OPA Hostis

Após tratar dos deveres gerais dos conselheiros de administração de Companhias de capital aberto, de acordo com a LSA e a doutrina pátria, de maneira mais ampla, este trabalho abordará determinadas situações específicas, as quais exigem a atuação dos conselheiros e quais os limites de tal atuação nas operações de reorganização societária mediante o recebimento e/ou envio de ofertas não solicitadas para combinação de negócios entre Companhias abertas.

Em linhas gerais, podemos dizer que a responsabilidade e o poder desses conselheiros, frente às ofertas hostis, são tão gigantescos, que podem influenciar de modo significativo, tanto positivamente, isto é, a favor da companhia em que estes atuam, como de modo negativo, causando prejuízos incalculáveis para companhia e acionistas, pela sua má atuação diante de uma oferta hostil.

Assim, de certa forma, toda vez que ocorre uma oferta não solicitada ou uma OPA HOSTIL, os conselheiros de administração também são, além da companhia em que atuam, potenciais alvos eis que, caso a referida oferta não solicitada for aceita pelos acionistas.

Para tanto e apesar de não ser o tema principal deste trabalho, teremos que, ao menos e ainda que de forma muito superficial, entrar em dois temas que são extremamente complexos e espinhosos no direito societário pátrio.

O primeiro deles é o cenário atual do mercado brasileiro e a sua disposição para ocorrência de propostas não solicitadas, o qual é ainda incipiente em relação a tais ofertas. Tendo isso delimitado, ainda que de forma breve, para que possa facilitar o entendimento dos casos concretos, entraremos no conceito de oferta não solicitada

(“oferta hostil”) e suas variantes mais comuns no direito brasileiro para daí, então, tratarmos da forma da atuação do conselheiro no caso concreto.

Dito isso, temos que, com o aquecimento do mercado de capitais brasileiro na última década temos visto, mesmo que de forma ainda tímida, um aumento das ofertas não solicitadas para combinação de negócios entre Companhias abertas que visam, principalmente, a consolidação de setor, razão pela qual o estudo e análise da responsabilidade do conselho nesse tipo de operação é de extrema relevância. Dessa forma, do ano de 2010 até os dias de hoje, tivemos no Brasil algumas operações de reorganização societária realizadas, ou, na maioria dos casos, tentativas de operações, através de ofertas não solicitadas, também conhecidas como “propostas hostis”. Tais operações, ou tentativas, tomam maior proporção diante da pouca quantidade de “propostas hostis” que vemos no mercado nacional, sendo certo que na esmagadora maioria tais tentativas não são concluídas, levando em consideração que temos poucas companhias com capital disperso listados na B3.

Ainda que possa ser observado um considerável aumento das ofertas não solicitadas visando a combinação de negócios, como no Brasil não há um mercado de capitais desenvolvido, principalmente se comparado com outros países europeus do ocidente ou com o mercado de capitais norte americano, as operações de reorganização societária realizadas através de ofertas não solicitadas envolvendo exclusivamente Companhias abertas não são tão numerosas, o que faz com que ganhem maior destaque, já que não ocorrem com tanta frequência e, portanto, acabam sendo muito visadas e repercutidas nas mídias.

Essa ampla divulgação das ofertas não solicitadas intensifica também o interesse pela atuação dos conselheiros frente a tais situações, eis que eles ficam em evidência ainda maior nessas operações (ou nas tentativas dessas operações), sendo certo que, na grande maioria dos casos levados à mídia, há uma pressão sobre a postura desses conselheiros, inclusive diante da CVM e B3, o que por si só é também um fator a ser considerado.

Apenas para fins meramente exemplificativos, pode-se mencionar, sem a intenção de exaurir os casos ocorridos na última década, as seguintes ofertas hostis,

ou tentativas de oferta: (i) GVT e VIVENDI[46] (ii); caso DASA e Cromossomo[47]; (iii) caso Eletropaulo e ENEL[48]; (iv) ENEVA e TIETÊ[49]; (v) GAFISA e TECNISA[50] ; (vi) caso LINX, TOTVS e STONE[51] e; (vii) HERING e AREZZO[52].

Os casos acima são casos clássicos de ofertas não solicitadas ocorridos no Brasil na última década – e mesmo que a grande maioria tenha se constituído apenas como tentativa, ou seja, não tenha chegado ao fim –, em todos esses casos os conselheiros de administração tiveram sob prova seus deveres e, estiveram sob o escrutínio público.

Como o objetivo deste trabalho não é exaurir o tema, tampouco realizar análise de todos os casos de oferta pública não solicitadas ocorridas no Brasil, nos ateremos a comentar detalhes de alguns dos casos quando do estudo dos conceitos teóricos, concentrando nossa análise, no capítulo 4 abaixo, no caso da oferta pública não solicitada ENEVA e TIETÊ, que, no nosso entendimento, foi o caso que mais exigiu dos conselheiros.

Portanto, após um breve prognóstico do cenário atual e de alguns exemplos de casos envolvendo ofertas hostis no mercado de capitais brasileiro, serão analisados, de forma sucinta, as principais diferença entre ofertas não solicitadas e ofertas públicas para aquisição de controle, conhecidas como ofertas hostis.

---

[46] NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias**. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 130.
[47] *Ibidem,* 133.
[48] *Ibidem,* p. 133.
[49] **MONEYTIMES.** AES Tietê diz que oferta da ENEVA é hostil e busca assessores para avaliar negócio. Disponível em: https://www.moneytimes.com.br/aes-tiete-diz-que-oferta-da-eneva-e-hostil-e-busca-assessores-para-avaliar-negocio/. Acesso em 29 jun. 2021.
[50] **SEU DINHEIRO.** Gafisa: oferta Hostil Tecnisa. Disponível em: https://www.seudinheiro.com/2020/empresas/gafisa-oferta-hostil-tecnisa/ Acesso em 29/06/2021 às 20:21.
[51] https://exame.com/exame-in/linx-stone-e-totvs-so-mostram-os-dentes-na-disputa-mas-sem-morder/. Acesso 29 jun. 2021.
[52] **CNN BRASIL.** O que é oferta hostil, e porque proposta da Arezzo para a Hering não é um caso? Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/business/2021/04/17/o-que-e-oferta-hostil-e-por-que-proposta-da-arezzo-para-a-hering-nao-e-um-caso. Acesso 29 jun. 2021.

## 3.2 Diferença entre Oferta Não Solicitada e Ofertas Públicas de Aquisição de Controle na perspectiva do direito brasileiro

Em poucas palavras, pode-se definir *propostas não solicitadas* e/ou *propostas hostis* como as propostas que são enviadas de uma Companhia para a outra sem haver negociação prévia entre os acionistas controladores e/ou o Conselho de Administração, conforme o caso. Existem algumas diferenças entre as duas, conforme será demonstrado abaixo de maneira breve, eis que não é tema central deste trabalho.

Oferta Não Solicitada pode ser definida, em poucas palavras como uma oferta de uma companhia aberta direcionada aos acionistas de outra companhia aberta sem o prévio conhecimento do conselho de administração.

Em poucas palavras, pode-se definir propostas não solicitadas e/ou propostas hostis como as propostas que são enviadas de uma Companhia para a outra sem haver negociação prévia entre os acionistas controladores e/ou o Conselho de administração, conforme o caso. Há diversas situações em que esse tipo de oferta pode acontecer, mas para não nos alongarmos neste assunto, com o risco de fugir do tema principal, analisaremos a Oferta Não Solicitada feita para a combinação de negócios, e a Oferta Pública de Aquisição de controle ("OPA").

Para Vera Helena de Mello Franco ofertas hostis são as "publicadas sem o conhecimento e contra a vontade dos controladores e, muitas vezes, com a intenção de apenas se apropriar dos despojos societários. Isto é, quando inesperada – ou seja, não solicitada – e contra a estratégia da administração da empresa- alvo"[53]. Esta posição, contudo, é controversa, pois a oferta em si só é hostil aos administradores – podendo ser o negócio celebrado entre acionistas e ofertante benéfico a ambos –, pois quando da alienação estarão os administradores em risco em suas posições.

[53] FRANCO, Vera Helena de Mello, "Considerações sobre as ofertas públicas para aquisição de ações (OPAs) – estado atual da questão", **RDM** 144/16, p. 26.

Antonio Menezes Cordeiro explica que:

> A referência a *takeovers* ou a OPAs hostis pode suscitar, no grande público, a ideia de hostilidade contra a sociedade visada. Não é – ou não será normalmente – o caso. O *takeover*, sobretudo quando lançado através de OPA, é uma oferta feita aos acionistas da sociedade visada. Não pode ser hostil: apenas traduz uma proposta aprazível, ou não teria hipótese de êxito. Já a administração da sociedade visada poderá sentir-se atingida: é evidente que uma nova composição acionista poderá ditar o seu afastamento. A administração da sociedade visada não é, porém, dona da sociedade: esse papel cabe aos acionistas[54].

Também é passível de discussão a utilização do termo) oferta hostil", que por si só já denotaria um caráter negativo quanto à conveniência e oportunidade da aceitação da oferta, o que mais uma vez remete mais à interpretação dos administradores, do que ao caráter em si do negócio.

A oferta não solicitada, geralmente, é direcionada ao Conselho de administração e, por isso, a sua negociação costuma ser mais branda que a da as Oferta Pública de Aquisição; as OPAs são dirigidas diretamente aos acionistas sem qualquer tipo de preparação ou intermediação do Conselho de administração. No Brasil, é bastante comum que as ofertas não solicitadas visem, na maioria dos casos, a combinação de negócios por meio de reorganizações societárias, sendo negociadas pelos conselheiros, e não pelos acionistas.

O que se pode notar, observando os últimos casos registrados no Brasil, é que a companhia ofertante tem feito tal Oferta Não Solicitada visando a concretização desta através de operações societárias, devidamente regradas pela Lei das S.A. e pela Instrução CVM 565.

Em síntese, a estrutura que tem sido utilizada para ofertas não solicitadas[55] para combinação de negócios, na operação da Arezzo e Hering, que foi a mais recente, é a estrutura de combinação de negócios através da qual a companhia ofertante cria uma *holding* subsidiária e faz um aporte de capital. Essa *holding* incorpora a companhia alvo, e por fim, a companhia ofertante incorpora as ações da

---

[54] CORDEIRO, Antonio Menezes. Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa. **Revista da Ordem dos Advogados**. Ano 54, v. III, dezembro/1994. Lisboa: Ordem dos Advogados, p. 767.

[55] AREZZO. **Fato relevante Arezzo.** Disponível em: https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/3bfae074-fd9b-4484-b9aa-24496571c987/43a58860-5906-d35d-3e83-5a56ef0c9824?origin=1. Acesso em 29 jun 2021.

*holding,* transformando-se com a oferta, a holding já incorporada, em subsidiária integral.

Dessa forma, como mencionado, a oferta não solicitada enviada ao Conselho de Administração é mais branda do que o recebimento de uma oferta hostil.

De outro lado, a OPA, – que é outra espécie dentro do gênero das Ofertas Públicas –, é devidamente regrada pelos artigos 257 e 263 da Lei das S.A., bem como pela Instrução CVM 361, a regulamenta de forma detalhada e exclusiva.

É necessário ainda, neste ponto da análise mencionar que existem outras espécies do gênero oferta pública., quais sejam: (i) OPA para o cancelamento do registro (art. 4º,§ 4º, Lei das SA), (ii) OPA por aumento de participação (art. 4º, §6º, Lei das SA), (iii) OPA por alienação de controle (art. 254-A da Lei das SA), e; (iv) OPA para aquisição de ações (sem a intenção de tentativa de tomar o controle) ; e (v) OPA concorrente.[56]

Sobre o tema, ilustre Professor Eduardo Munhoz assim define:

> Como negócio societário típico, a oferta está sujeita à disciplina que lhe é conferida pelo direito societário, que se complementa com as normas gerais de oferta ao público (art. 429 do Código Civil). Trata-se de declaração unilateral reptícia de vontade. Por encerrar proposta de contratar, é vinculante para o ofertante, na medida em que contenha os requisitos essenciais do contrato. Não se confunde, portanto, com uma simples tratativa. É negócio autônomo, apto a produzir efeitos jurídicos, que não se confunde com o contrato cuja celebração o proponente almeja[57].

Ainda[58], é importante ressaltar que sempre que for referido a OPA de tomada hostil, regulada pelo artigo 257 e seguintes da Lei das S.A., é o instrumento utilizado "voluntariamente para a tomada de controle de determinada companhia[59]".

---

[56] FERRO, Júlio Cesar. **As tomadas Hostis do Poder de controle e as Poisons Pills brasileiras**. (Monografia). Graduação em Direito. Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Rio Grande do Sul, 2014. Disponível em: https://www.pucrs.br/direito/wp-content/uploads/sites/11/2018/09/julio_ferro.pdf. Acesso em 29 jun. 21:44, p. 10.

[57] MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 314.

[58] PRADO, Erica Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A**. – Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 65.

[59] *Ibidem.*

Nesse sentido, concluí Roberta Noiac Prado:

> Por meio deste mecanismo de aquisição de controle, que cria uma opção distinta daquela que há necessidade de contratação direta com o efetivo(s) controlador(es), como meio de atingir o seu objetivo, a pessoa, física ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, em conjunto ou individualmente, vai a mercado e faz apelo público para adquiri o controle de determinada companhia[60].

E ainda, Eizirik analisando a OPA Hostil e esclarece que

> o objetivo desta modalidade de oferta é proporcionar aos interessados em adquirir o controle de companhia que esteja pulverizado no mercado uma opção distinta daquela em que há necessidade de contratação direta com os controladores de fato e, ainda, simultaneamente, proteger os investidores contra-ofertas inidôneas proporcionando-lhes amplo acesso às informações referentes à transação[61].

Agora, portanto, que temos a diferença mais nítida entre uma Oferta Não Solicitada e uma OPA Hostil para aquisição de controle, veremos a atuação dos conselheiros nessas situações e os percalços envolvidos em cada uma delas.

## 3.3 Atuação dos conselheiros frente a Propostas Não Solicitas

Os conselheiros, como já visto, devem agir de acordo ao atendimento dos interesses da Companhia e de seus acionistas, e devem, assim, prestar contas aos acionistas e à Companhia que representam; mas há que se considerar, de saída, que, não raro os interesses dos acionistas divergem entre si, fato que impacta diretamente na atuação do Conselho de Administração.

Como dito no item 3.1, devido ao nível pouco desenvolvido do mercado brasileiro, devido ao pouco número de ofertas não solicitadas, a atuação do conselheiro adquire papel de relevância eis que são eles, os primeiros a receber a

---

[60] PRADO, Erica Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A**. – Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 65/66.

[61] EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. 4 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 805.

oferta não solicitada, ao contrário da OPA Hostil, que é endereçada direto aos acionistas ou ao controlador, conforme o caso. Assim, temos que as Ofertas não solicitadas são mais abundantes no mercado de capitais brasileiro devido ao fato de que há pouca dispersão acionária de nossas Companhias Abertas.

Dessa forma, é exatamente nesse tipo de operação que ganha destaque o papel do conselho de administração, através da atuação de seus conselheiros, pois, geralmente há propostas não solicitadas quando a Companhia alvo não tem um acionista controlador, e, nesse caso, por ser o capital disperso, a decisão fica nas mãos do conselho de administração que é o responsável pela negociação, e pela análise dos documentos que chancelam a operação.

Diferentemente, nas OPA Hostil, principalmente se tratando do mercado brasileiro, não há um parâmetro a seguir como ocorre com as OPA Hostis que seguem, em termos e de acordo com a adequação de mercado, os modelos norte-americanos de conduta, conforme será melhor explicado abaixo.

A experiência prática, ensina que, ao receber uma oferta não solicitada, os conselheiros devem se basear no dever de informar, como visto no item 2.4.1 acima e informar os acionistas do recebimento de tal proposta. Porém, nem a Instrução CVM 565, nem o Regulamento do Novo Mercado, mencionam qualquer prazo para que se dê essa comunicação formal aos acionistas e ao mercado em geral, diferente do que ocorre com as OPA Hostis.

Assim, tem-se visto, com base nos casos mais recentes mencionados acima, que o Conselho tem não tem agido imediatamente à Oferta Não Solicitada, pelo fato que de que, como, manda o dever de diligência, acima visto, eles primeiro devem analisar a proposta mediante a convocação de uma reunião extraordinária atendendo ao dever de diligência.

Como exemplo mais recente disso, pode-se observar o caso da Arrezo e da Hering, no qual a Hering soltou comunicado ao mercado[62], desempenhando seu dever de informar os acionistas e ao mercado no dia 14 de abril de 2021, somente 7 (sete) dias após ter recebido a Proposta Não Vinculante da Arezzo. Não cabe a este trabalho

---

[62] CIA HERING. **Comunicado ao Mercado.** https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5532dc5b-7c76-4c5e-bb49-01cf77b7dac1/99fc1da8-dd0e-37ff-6e63-83417825ef73?origin=1. Acesso em 29 jun. 2021.

julgar, de nenhuma forma, a demora de resposta, eis que cabe a companhia realizar tal julgamento.

De outro lado, analisando estritamente a atuação dos conselheiros diante do recebimento de ofertas não solicitadas, diferentemente do caso da Hering, os conselheiros da TECNISA, ao receberem a oferta não solicitada da GAFISA (através de um fundo de participação), comunicaram seus acionistas e ao mercado em geral, através da divulgação de fato relevante, um dia após o recebimento.

Assim, a TECNISA recebeu a Oferta Não Solicitada no dia 18 de agosto e, já no dia, 19 de agosto divulgou fato relevante[63] sobre o tema.

Dessa forma, não há base para comparações, mas nesse caso, os conselheiros da TECNISA agiram com extrema eficiência no desempenho de seu dever de informar e não só isso, ainda foram extremamente diligentes e leais ao dizer que "o Conselho de Administração da Companhia irá se reunir, em caráter extraordinário, para avaliar de forma detalhada a proposta não solicitada e o pedido de convocação de AGE[64]"

Portanto, como visto, os conselheiros da TECNISA, além de serem rápidos na resposta e diligentes no comunicado ainda se concentraram em outro dever que é derivado do "Dever Mãe" que é o dever de diligência, o qual é chamado por Eizirik como "o dever se informar[65]".

Nesse sentido, tomando por base os casos concretos extremamente recentes, mencionados acima, Nelson Eizirik, com a maestria usual, assim pontua:

> Diversos fatores devem ser ponderados na análise do cumprimento na análise do cumprimento do dever de se informar imposto aos administradores, tais como o tempo disponível para e efetiva tomada de decisão, os custos demandados por uma eventual investigação mais detalhada a respeito das informações que lhes foram fornecidas, etc[66].

---

[63] GAFISA. **Fato relevante.** file:///C:/Users/pedro.oliveira/Downloads/2020.08.19%20-%20Fato%20Relevante%20-%20Proposta%20N%C3%A3o%20Solicitada%20-%20PT%20(1).pdf. Acesso em 29 jun. 2021.

[64] TECNISA. **Comunicado ao mercado.** file:///C:/Users/pedro.oliveira/Downloads/2020.08.19%20-%20Fato%20Relevante%20-%20Proposta%20N%C3%A3o%20Solicitada%20-%20PT%20(1).pdf. Acesso em 29 jun. 2021.

[65] EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. 4 ed. São Paulo: Ed. Quartier Latin, 2019. p.559/560.

[66] *Ibidem,* p.561.

Desta forma, fica cristalina, frente ao caso concreto, o dever que os conselheiros têm, na prática de avisarem seus acionistas e ao mercado com a maior agilidade possível quando do recebimento de uma oferta não solicitada bem como dos deveres inerentes ao dever de diligência, como o mencionado dever de informar, dever de administrar, dever dentre tantos outros que ramificam do dever de diligência.

Ademais, outro questionamento que precisamos enfrentar, mesmo sem a intenção de esgotar o assunto, é se os conselheiros têm o dever de negociar frente ao recebimento de uma oferta não solicitada de combinação de negócios através de operações societárias.

Nesse ponto, entendemos que, tal tema também não está expresso em legislação e/ou regulamento, como é o caso do artigo 21 do Regulamento do Novo Mercado que é expresso ao exigir que o conselho deve emitir parecer fundamentado, como veremos no caso da ENEVA e TIETÊ, onde entraremos nesse tema com mais detalhe.

Assim, apesar de não estar expresso em leis e/ou regulamentos, como é no caso OPA, o Conselho de administração deve sim, buscar as melhores condições possíveis para a companhia e seus acionistas nessas situações.

Apesar de entendermos que os conselheiros ficam em uma posição um tanto dúbias, pois partindo do princípio que se a Oferta Não Solicitada for adiante e, no fim, os acionistas aceitarem, é bem provável que mude a configuração do conselho eis que resta óbvio que a companhia ofertante irá colocar no conselho pessoas de sua confiança.

Diante disso, a posição dos conselheiros, muitas vezes, é colocada em xeque pois os interesses são diversos. De um lado, os conselheiros querem manter seus cargos e algumas eventuais regalias que estes têm e de outro, este tem seus deveres fiduciários de buscar o melhor para a Companhia e seus acionistas.

Diferentemente do que ocorre com a oferta não solicitada visando uma combinação de negócios da companhia através de operações de reorganizações societárias, no caso de recebimento de uma OPA hostil (não só hostil, OPA em geral, mas aqui trataremos da hostil) o conselho tem o dever legal de agir, conforme

preceitua o artigo 21 do Regulamento do Novo Mercado. Vejamos.

> Art. 21 O conselho de administração da companhia deve elaborar e divulgar parecer fundamentado sobre qualquer OPA que tenha por objeto as ações de emissão da companhia, em até 15 (quinze) dias da publicação do edital da referida OPA, no qual se manifestará, ao menos: I - sobre a conveniência e a oportunidade da OPA quanto ao interesse da companhia e do conjunto de seus acionistas, inclusive em relação ao preço e aos potenciais impactos para a liquidez das ações; II - quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à companhia; e III - a respeito de alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado. Parágrafo único. O parecer do conselho de administração deve abranger a opinião fundamentada favorável ou contrária à aceitação da OPA, alertando que é de responsabilidade de cada acionista a decisão final sobre a referida aceitação[67].

O artigo 21 traz uma obrigação e, não uma faculdade de atuação frente aos deveres fiduciários dos conselheiros, pois aqui é obrigatório para as companhias do novo mercado da B3 que o conselho se manifeste, dando ainda os parâmetros para tal.

Ainda, diante da relevância do tema (OPA de forma geral e não só o Hostil), a B3 se manifestou através de ofício[68] ao mercado emitido em 28 de dezembro de 2017 sobre o tema, mas apenas aplicável a Companhias abertas listadas no Novo Mercado e no Nível 2.

Através de referido documento, a B3, apesar de não ser órgão regulador, instituiu alguns padrões de conduta que os conselheiros de administrações de Companhias abertas devem seguir diante do recebimento de OPAs no geral. Apesar de não ser específico para as OPA's Hostis, em tal ofício a B3 expõe que, dentre outros temas, sobre: (i) obrigatoriedade da manifestação do conselho de administração; (ii) período em o conselho de administração deve se manifestar (15 dias no máximo) da publicação do edital; (iii) responsabilidades decorrentes dessa manifestação, que deve ser através de parecer muito bem fundamentado (como

---

[67] REGULAMENTO DO NOVO MERCADO. Disp[onível em: file:///C:/Users/pedro.oliveira/Downloads/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%2003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202021)%20(1).pdf. Acesso em 30/06/2021 às 00:40.

[68] B3. Manifestação do Conselho de Administração em OPAS. Dispon;ivel em: http://www.b3.com.br/data/files/1F/F4/7F/6B/B38B061099BE5706790D8AA8/735.2017%20-%20DRE%20-%20Interpreta__o%20-%20Manifesta__o%20do%20Conselho%20de%20Administra__o%20em%20OPAs.pdf. Acesso 30 jun. 2021.

veremos que ocorreu no caso AES e ENEVA); (iv) conteúdo desse parecer.

João Pedro Barroso Nascimento, ensina que “a atuação dos administradores deve observar os critérios impostos pelos deveres legais diante de tentativa de tomada de controle[69]”.

O autor, nesse sentido, ainda observa que a experiência norte-americana aprimorou tal tema diante da enorme experiência e quantidade expressiva de casos no sentido de que, tratando-se de poderes e deveres de conselheiros em operações de tomadas de controle, temos, de um prisma os modelos de conduta (*models of conduct*) e, de outro prima, os padrões de revisão (*standars of review*)[70].

Assim, temos alguns casos clássicos de atuação dos conselhos de administração frente a tentativas hostis os quais serão tratados com brevidade na sequência.

### 3.3.1 Caso emblemático da Corte de Delaware Conselho em aquisições hostis: Smith vs Gorkom[71]

Sem o intuito de nos aprofundarmos no tema, serão vistos, abaixo, alguns casos emblemáticos da julgados na Corte de De*laware* sobre o papel dos conselheiros em tentativas hostis de tomada de controle.

Em resumo, a operação se iniciou como uma tentativa amigável de aquisição de controle da *Trans Union Corporation* (“*Trans Union*”), a qual se daria em duas partes, sendo uma parte (a primeira) uma oferta pública e, após, uma incorporação por uma sociedade coligada à companhia ofertante[72]. Assim, no começo, os administradores queriam alienar o controle da Trans Union e eram liderados pelo seu Diretor Presidente (Sr. Jerome Van Gorkom) que contrataram renovado empresário

---

[69] NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias.** 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 283.
[70] *Ibidem.*
[71] *Ibidem.*
[72] *Ibidem.*

da década de 80 nos Estados Unidos, o qual estava envolvido em diversas operações de tentativas de tomada de controle naquela década[73].

Ocorre que, por mais famoso que fosse, os acionistas da Trans Union não estavam contentes e entraram na justiça norte americana alegando que os administradores tinham atuado em desrespeito ao dever de diligência e, por isso, não se informaram da forma adequada para tomar decisões e investigar se a companhia não poderia ter sido melhor precificada de forma mais vantajosa aos seus acionistas na operação. Por fim, neste famoso caso, a corte de Delaware decidiu que os conselheiros tomaram a decisão de aceitarem a operação com desconhecimento do caso agindo estes com negligência em desrespeito aos deveres fiduciários que estes tem a obrigação legal de seguir e os condenaram como responsáveis em suas pessoas físicas.[74]

Assim, com base no caso acima podemos observar que o fato de os conselheiros não terem se munido com as informações devidas e não terem procurado outras oportunidades, lhes custou a responsabilização pessoal diante do caso concreto.

## 3.4 Eventuais interesses dos Conselheiros envolvidos em OPA Hostis e Ofertas Não Solicitadas

Após analisarmos as principais diferenças, no direito pátrio, entre Ofertas Não Solicitadas e OPA Hostis, em caráter não exaustivo, outro tema que se destaca é que nessas transações denominadas de “hostis” além de todo a pressão sobre os conselheiros para atuação com base nos deveres legais delimitados pela Lei das S.A., pela CVM e pela B3, temos o fator dos interesses individuais envolvidos.

Distintamente do que se verifica nos Estados Unidos, Reino Unido e nos

---

[73] NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias.** 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 283.
[74] *Ibidem.*

principais países da Europa Ocidental, no direito pátrio não dispomos de normas objetivas, tanto decorrentes de lei como de instruções normativas, que visam o afastamento de um possível conflito de interesses dos conselheiros frente a uma Oferta Não Solicitada e/ou OPA Hostil.

Dessa forma, temos como balizadores desse possível conflito de interesses apenas os deveres fiduciários (e todos os demais deveres já explicados) dos conselheiros que deve ser levado a cabo por estes quando defrontados com os interesses particulares que estes muitas têm na manutenção do cargo.

Como mencionado acima os conselheiros são, além da companhia, potenciais alvos eis que, em grandes partes das vezes, os potenciais adquirentes ao ingressarem na companhia tendem a colocar pessoas de sua confiança como conselheiros.

Nesse sentido, se a companhia ofertante, consegue, efetivamente, tanto através de Oferta Não Solicitada quanto através de OPA Hostil, tomar o controle da companhia alvo, os conselheiros ficam ameaçados eis que qualquer troca de controle traz instabilidade aos membros da “alta administração, e, principalmente os conselheiros.

Portanto, como no Brasil não temos um mercado de ofertas hostis, a jurisprudência da CVM ainda é escassa sobre referido tema de conflito de interesses dos conselheiros frente a Ofertas Não Solicitadas e OPA Hostis, sendo certo que tais administradores devem-se nortear pelos princípios e deveres fiduciários e suas ramificações amplamente debatido acima.

# 4 CASO AES TIETÊ E ENEVA

Após tratar sobre os principais deveres dos conselheiros de administração sob o prisma do direito brasileiro e sobre a obrigatoriedade destes conselheiros a tomar determinadas atitudes levando em consideração o obedecimento a tais deveres frente a alguns casos concretos extremamente recentes de Ofertas Não solicitadas de combinação de negócios através de operações de reorganizações societárias, este trabalho irá analisar mais afundo um dos casos que mais exigiram dos conselheiros recentemente levando os temas aqui tratados ao escrutínio de estudiosos do direito societário pátrio.

Escolhemos esse caso para ir mais afundo eis que aqueles que já tiveram a oportunidade de participar de operações societárias desde tipo, sabem, exatamente, os temores e cuidados que os conselheiros de administração enfrentam sob o medo de serem, de alguma forma, responsabilizados por terem atuado negativamente diante da operação societária em que seus deveres ficaram expostos ao mercado em geral. É no esteio de produzir conhecimento a respeito da responsabilidade dos administradores, compreender seu escopo, delimitar seus limites que a presente análise é realizada de forma mais crítica que os casos concretos inseridos no capítulo três acima.

## 4.1 Breve relato dos fatos

No dia 01 de março de 2020, a ENEVA noticiou ao mercado em geral e aos seus acionistas fato relevante, informando que havia enviado uma proposta não solicitada para a combinação de negócios com a AES, nos termos legais e devidamente aprovada pelo seu conselho de administração. Tal fato relevante foi noticiado de forma bastante objetiva e sucinta apenas dizendo do interesse da ENEVA em possível combinação de negócios com a AES, e mencionando a relação de troca sugerida bem como a necessidade de aprovações internas (assembleias) e externas (órgãos governamentais) para a possível conclusão da transação.

A AES, no dia imediatamente posterior à publicação do fato relevante pela ENEVA anunciou ao mercado e aos seus acionistas, acusando o recebimento da proposta não solicitada, bem como informou que analisaria a proposta e manteria o mercado informado.

No dia 08 de março de 2020, diante da não resposta da AES, a ENEVA divulgou novamente fato relevante indicando disponibilidade para iniciar tratativas, através de seu conselho de administração, e reafirmando o interesse em realizar a transação com a TIETÊ.

No dia 12 de março, a AES enviou carta a ENEVA, mencionando expressamente que diante do dever fiduciário dos conselheiros para com a Companhia e, seus acionistas, inclusive, esta precisava de mais informações para apresentar em sua reunião de conselho de administração.

Em novo fato relevante, divulgado em 13 de março de 2020, a ENEVA divulgou a carta recebida da AES bem como sua resposta, deixando expresso que estava divulgando a carta recebida tendo em vista o cumprimento dos deveres que são impostos pela LSA e pela CVM, mais precisamente o dever de informar tratado no item 2.1.4 deste trabalho.

Em 13/04 a AES informou ao mercado e a seus acionistas que havia recebido vários documentos preparados para ENEVA e que tais documentos seriam avaliados pelo conselho de administração e seus assessores.

Por fim, no dia 19 de abril de 2020, a AES divulgou a decisão do conselho de administração no sentido de negar a proposta não solicitada da ENEVA, sendo que elaborou um parecer detalhado, mencionando as razões técnicas, comerciais, financeiras e legais que embasaram a sua decisão. Muito embora a análise tenha sido realizada em tempo exíguo – característica exigida por este tipo de negociação, que é bastante dinâmica, como exige o mercado – os conselheiros esmeraram-se em analisar ponto a ponto da proposta que lhes foi apresentada, e uma vez verificado que poderia haver prejuízo à Companhia a decisão do Conselho de administração foi pela negativa de aceite.

Tal, decisão, extremamente detalhada no fato relevante[75] divulgado pela AES no dia 19/04, contendo o parecer, os conselheiros da Companhia, agiram em compasso com todas as normas legais constantes na Lei S.A. bem como na Instrução 565 da CVM e B3. Isto pois, no anexo ao fato relevante, os conselheiros e seus *advisors* legais e financeiros foram extremante diligentes e detalhistas.

Primeiramente, é dado o contexto da transação e o recebimento da Oferta Não Solicitada contendo um passo a passo até a divulgação de referido fato relevante. Na sequência, eles esmiuçaram a Oferta Não Solicitada em mínimos detalhes, tais como: (i) estrutura societária, (ii) relação de troca, (iii) sinergias, (iv) benefícios operacionais, (v) sinergias, (vi) financiamento, etc.

No que tange ao financiamento, em especial, se debruçaram em um tema central que seria como a ENEVA se financiaria para a transação e, nisso, foram extremamente cautelosos e profissionais ao se cercarem de profissionais extremamente capazes para os auxiliarem na decisão. Em resumo, os conselheiros, diante daquele dilema entre atender seus anseios pessoais, de um lado, e buscarem o melhor para os acionistas e a companhia, de outro, foram extremamente leais aos seus acionistas argumentando e comprovando que talvez a ENEVA não teria caixa para quitar suas obrigações financeiras com os acionistas da AES em caso de aceite. Fica cristalino aqui o atendimento aos conselheiros ao dever de lealdade com seus acionistas e a companhia.

Ainda, foram a fundo em questões intrínsecas as operações de cada uma e mantiveram uma linha de raciocínio no sentido de que as operações da ENEVA não estavam em linha com os padrões e o seguimento da AES de forma extremante diligente e informados. Percebe-se nitidamente que os conselheiros se informaram e estudaram a ENEVA ao ponto de destacarem pontos extremamente sensíveis e que não passaria no caso de uma análise mais superficial.

Analisaram os documentos jurídicos da operação, em conjunto com seus assessores legais, ao ponto de apontarem incorrências nos instrumentos contratuais da transação, concluindo, no final, que além de toda a questão do financiamento,

---

[75] AES. Fato relevante. Disponível em: file:///C:/Users/pedro.oliveira/Downloads/Fato%20Relevante%20+%20Parecer%20CA%20(19.04.2020)%20(1).pdf. Acesso 30 jun. 2021.

*valuation* não condizente com os números da AES, inexistências de sinergia, referidos contratos típicos de uma operação de combinação de negócios não ofereciam segurança jurídica para uma transação de tal porte.

Por fim, concluem, dando uma alternativa à Oferta Não Solicitada, demonstrando que, além de terem cumprido com todos os seus deveres fiduciários (legais ou doutrinários) ainda investigaram o mercado de atuação e se aprofundaram nisso.

Ademais, como expresso no próprio parecer, os conselheiros se reuniram 11 (onze) vezes em caráter extraordinário para debater exaustivamente a proposta não solicitada bem como debatiam com o grupo de trabalho formado com a participação de executivos da AES, advogados e assessores financeiros, se cercando assim de todos os meios possíveis para que a decisão fosse embasada e técnica. Diante disso, como visto, os conselheiros claramente atuaram em linha com todos os deveres os quais estes deviam se ater, agindo com extrema cautela e diligência e não simplesmente negando tal proposta. A contratação de assessores financeiros e legais, conforme constante no parecer do CA bem como a resposta detalhada e muito bem fundamentada deixou nítida a atuação exemplar dos conselheiros da AES que se mostraram preocupados com o melhor para a Companhia e seus acionistas agindo total transparência e o mais alto grau de profissionalização que se é esperado de conselheiro.

No parecer apresentado o conselho detalha as razões pelas quais entende que a combinação de negócios das Companhias não é a melhor alternativa para a AES mencionando ainda, pormenorizadamente, as razões e motivos de tal recusa. A demonstração de preocupação com o fato de que a ENEVA não deu garantias sólidas de como efetuaria o pagamento e o financiamento da operação, demostrou a preocupação dos conselheiros com seus acionistas eis que estes não poderiam correr o mínimo de risco de não receber sua porção em dinheiro caso fosse adiante.

Após a negativa do conselho de administração a proposta não solicitada, pode-se ressaltar, também a divulgação pelo conselho de administração, tendo os conselheiros cumpridos seu dever fiduciário de informar seus acionistas e o mercado em geral, da carta recebida pela AES de seu acionista controlador. Um dia depois da

divulgação pelo Conselho de tal carta, o BNDESPar, o qual era à época acionista minoritário referência da AES, também enviou um carta ao conselho de administração da AES, dizendo que, resumidamente, o conselho deveria convocar uma assembleia de acionistas para deliberar sobre a proposta não solicitada e sendo que é dela a competência para aprovar, ou não a proposta, e não do conselho de administração. Na carta o BNDES diz expressamente que “a administração da AES tem também o dever fiduciário de convocar assembleia geral” sendo desta a competência independentemente da opinião do Conselho de Administração.

Portanto, como demostrado acima, a atuação do conselho em casos concretos é de extrema importância e muitas vezes, determinante.

No caso em apreço, a atuação do conselho de administração da AES foi um excelente exemplo de como seus conselheiros aplicaram, na prática, todos os deveres fiduciários a si incumbidos, sendo certo que, diante da alta exposição e relevância do caso, os conselheiros não foram alvo de processo sancionador e/ou ação de responsabilidade exatamente pelo alto nível de comprometimento com os acionistas e com a Companhia se utilizando de todos os meios possíveis para pautar sua decisão de forma extremamente técnica e fundamentada.

# 5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como principal objetivo demonstrar a importância dos deveres fiduciários dos administradores de companhias abertas frente a situações concretas de extrema relevância para a vida da Companhia diante de uma perspectiva teórica e prática de sua aplicação no Brasil.

Primeiro, tratamos dos deveres fiduciários de maneira geral, dividindo por itens dentro de um capítulo principal cada um deles e dando uma perspectiva mais teórica do tema. Nesse sentido, mencionamos a imensa importância do que se entende, ser o principal dever fiduciário de um conselheiro de administração que é o dever de diligência. Dentro desse dever “mãe” existem outros deveres acessórios que servem de base para, quando da decisão final do conselheiro, este estar extremamente seguro de sua decisão bem como muito bem munido de argumentos teóricos e empíricos para tanto.

Após discorrermos sobre o dever de diligência, falamos da *Business Judgement Rule,* teoria que foi desenvolvida nos Estados Unidos e sua aplicabilidade no Brasil. Abordamos também outros deveres, tais como o dever de lealdade, dever de informar e alguns deveres complementares tais como as características de Finalidade das Atribuições, dos Atos de Liberalidade e Vedações e Conflito de Interesses.

Após, demos um panorama geral do mercado brasileiro de ofertas hostis e sua evolução na última década sendo que, mesmo tendo uma melhora relevante, ainda temos um mercado muito pequeno de potenciais aquisições hostis frente a outros mercados como, principalmente o norte americano e o mercado dos países da Europa ocidental. Constatamos que, como no Brasil, o mercado ainda é dominado por companhias com controladores definidos temos poucas empresas de capital diluído, as quais são as mais suscetíveis às potenciais ofertas não solicitadas e OPA hostis.

Vimos também que, apesar de serem parecidas, temos uma diferença marcante entre ofertas não solicitadas e OPA hostis, eis que, geralmente, as ofertas não solicitadas no mercado brasileiro são direcionadas ao Conselho de administração

das companhias alvos, enquanto as OPAs hostis são direcionadas diretamente aos acionistas cabendo aos conselheiros elaborarem parecer justificado e muito bem embasado para que os acionistas possam decidir em assembleia. Ainda, vimos que as ofertas não solicitadas são operacionalizadas de forma diferente das OPA hostis pois, no Brasil, elas decorrem de operações societárias de incorporação e incorporação de ações, enquanto as OPA's são realizadas através de edital para adquirir controle diretamente.

Ainda, fizemos uma breve descrição das OPAs, e vimos que elas servem não somente para a aquisição de controle, mas podem ser de diversos tipos, como voluntárias ou involuntárias, ocorrer mediante uma única operação ou operações sucessivas, e podem ser amigáveis ou hostis.

Procuramos também fazer um paralelo com os deveres dos administradores, observando casos concretos e a forma como os deveres mencionados no capítulo 2 são colocados em prática. Para isso exemplificamos com dois casos recentes que ocorreram no mercado brasileiro, como a oferta não solicitada enviada pelo Arezzo à Hering e da Gafisa enviada à Tecnisa.

Por fim, no capítulo 4, analisamos, mais detalhadamente o caso da ENEVA e da AES, que entendemos ser a operação recente que mais exigiu dos conselheiros de administração de Companhias abertas, sendo que, no final, a atuação do conselho da AES foi extremamente diligente e cuidadosa seguindo todos os padrões necessários e contidos na Lei das S.A., CVM e B3.

A pretensão deste trabalho se demonstra atingida, ao passo que foram fornecidos elementos teóricos suficientes para necessária à compreensão dos deveres dos administradores de companhias abertas e principalmente como estes deveres são colocados em prática frente a situações de extrema importância tais como ofertas não solicitadas e OPA's hostis.

## REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA


AES. Fato relevante. Disponível em: file:///C:/Users/pedro.oliveira/Downloads/Fato%20Relevante%20+%20Parecer%20CA%20(19.04.2020)%20(1).pdf. Acesso 30 jun. 2021.

AREZZO. **Fato relevante Arezzo.** Disponível em: https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/3bfae074-fd9b-4484-b9aa-24496571c987/43a58860-5906-d35d-3e83-5a56ef0c9824?origin=1. Acesso em 29 jun 2021.

B3. Manifestação do Conselho de Administração em OPAS. Dispon;ivel em: http://www.b3.com.br/data/files/1F/F4/7F/6B/B38B061099BE5706790D8AA8/735.2017%20-%20DRE%20-%20Interpreta__o%20-%20Manifesta__o%20do%20Conselho%20de%20Administra__o%20em%20OPAs.pdf. Acesso 30 jun. 2021.

BARBOSA, Marcelo. Dever de Diligência: Forma e Conteúdo. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e outros temas em homenagem a Nelson Eizirik**. Volume III, São Paulo: Quartier Latin, 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976** ("Lei das S.A."). Disponível em: https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1970-1979/lei-6404-15-dezembro-1976-368447-norma-pl.html, acesso em 11 de mai 2021.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de Companhias e a Business Judgment Rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **§ 292 – Dever de Diligência in Direito das Companhias**. Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira (coords.) Rio de janeiro: Forense, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas.** Volume 3. 6 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

CASTRO, Rodrigo Monteiro de; Azevedo, Luís André N. de Moura (Coords.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações** (Societária, empresarial e associativa). São Paulo: Saraiva, 2016.

CIA HERING. **Comunicado ao Mercado.** https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5532dc5b-7c76-4c5e-bb49-01cf77b7dac1/99fc1da8-dd0e-37ff-6e63-83417825ef73?origin=1. Acesso em 29 jun. 2021.

**CNN BRASIL.** O que é oferta hostil, e porque proposta da Arezzo para a Hering não é um caso? Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/business/2021/04/17/o-que-e-oferta-hostil-e-por-que-proposta-da-arezzo-para-a-hering-nao-e-um-caso. Acesso 29 jun. 2021.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial:** direito de empresa. 15 ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CORDEIRO, Antonio Menezes. Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa. **Revista da Ordem dos Advogados**. Ano 54, v. III, dezembro/1994. Lisboa: Ordem dos Advogados.

EIZIRIK, Nelson, GAAL Ariádna B., PARENTE Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais regime jurídico.** 4 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

EIZIRIK, Nelson. **Lei das S.A. Comentada.** Vol. I. Quartier Latin. São Paulo, 2011.

**ESTADO DE SP.** Mercado aposta em aceleração dos negócios de fusão e aquisição. Disponível em: https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-aposta-em-aceleracao-dos-negocios-de-fusao-e-aquisicao-em-2021,70003564967, acesso em 12 de maio 2021.

FERRO, Júlio Cesar. **As tomadas Hostis do Poder de controle e as Poisons Pills brasileiras**. (Monografia). Graduação em Direito. Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Rio Grande do Sul, 2014. Disponível em: https://www.pucrs.br/direito/wp-content/uploads/sites/11/2018/09/julio_ferro.pdf. Acesso em 29 jun. 21:44, p. 10.

FRANCO, Vera Helena de Mello, “Considerações sobre as ofertas públicas para aquisição de ações (OPAs) – estado atual da questão”, **RDM** 144/16.

GAFISA. **Fato relevante.** file:///C:/Users/pedro.oliveira/Downloads/2020.08.19%20-%20Fato%20Relevante%20-%20Proposta%20N%C3%A3o%20Solicitada%20-%20PT%20(1).pdf. Acesso em 29 jun. 2021.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo sancionador e mercado de capitais** – [Estudo de casos e tendências Julgamentos CVM – 2015]. Quartier Latin. São Paulo, 2015.

**MONEYTIMES.** AES Tietê diz que oferta da ENEVA é hostil e busca assessores para avaliar negócio. Disponível em: https://www.moneytimes.com.br/aes-tiete-diz-

que-oferta-da-eneva-e-hostil-e-busca-assessores-para-avaliar-negocio/. Acesso em 29 jun. 2021.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 314.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias.** 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas.** Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PRADO, Erica Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A**. – Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 65.

REGULAMENTO DO NOVO MERCADO. Disp[onível em: file:///C:/Users/pedro.oliveira/Downloads/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%2003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202021)%20(1).pdf. Acesso em 30/06/2021 às 00:40.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Administradores de sociedades anônimas:** relação jurídica entre o administrador e a sociedade. São Paulo: Almedina, 2015.

**SEU DINHEIRO.** Gafisa: oferta Hostil Tecnisa. Disponível em: https://www.seudinheiro.com/2020/empresas/gafisa-oferta-hostil-tecnisa/ Acesso em 29 jun. 2021.

SIMÕES, Paula Cristina Raposo Rodrigues Cabriz. **Os Deveres de Diligência e de Lealdade dos Administradores de Sociedades Anônimas** (Dissertação). Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 1998.

SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de Interesse na administração da Sociedade Anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012.

STJ. Apelação 0011934-32.2005.8.19.0209, Des. Mário Guimarães Neto, julgamento: 30/10/2012, da Decima Segunda Câmara Civel.

TECNISA. **Comunicado ao mercado.** file:///C:/Users/pedro.oliveira/Downloads/2020.08.19%20-%20Fato%20Relevante%20-%20Proposta%20N%C3%A3o%20Solicitada%20-%20PT%20(1).pdf. Acesso em 29 jun. 2021.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **O conselho de Administração na Sociedade anônima**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

VON ADAMEK, Marcelo Vieira. **Responsabilidade Civil dos Administradores de**

**S/A e as Ações Correlatas.** São Paulo: Saraiva, 2010.

WALD, Arnaldo. A evolução do regime local do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesse, **RDB** 11/16.