Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

LLM em Direito Societário

Celso Gomes Soares Junior

Os Aspectos Societários do Seguro de Responsabilidade Civil de Administradores (D&O)

São Paulo

2013

Celso Gomes Soares Junior

Os Aspectos Societários do Seguro de Responsabilidade Civil de Administradores (D&O)

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito Societário do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação *lato sensu* em Direito.

Área de concentração: Direito Societário
Orientador: André Antunes Soares de Camargo

São Paulo

2013

Soares Junior, Celso Gomes

Aspectos Societários do Seguro de Responsabilidade Civil de Administradores D&O, Os / Celso Gomes Soares Junior; orientador: André Antunes Soares de Camargo;– São Paulo: Insper, 2013.120 fls.

Monografia (Pós-graduação *lato sensu* em direito DIREITO SOCIETÁRIO – LLM).. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Deveres Fiduciários 2. Seguro 3. D&O 4. Mercado de Capitais

FOLHA DE APROVAÇÃO

Celso Gomes Soares Junior
Os Aspectos Societários do Seguro D&O

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito Societário do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do título de pós-graduação *lato sensu* em Direito.

Área de concentração: Direito Societário

Aprovado em: _____

Banca Examinadora

Prof. Dr. André Antunes Soares de Camargo
Orientador

Instituição: Insper Assinatura: _____

Prof. Dr.

Instituição: Assinatura: _____

Profª.

Instituição: Assinatura: _____

DEDICATÓRIA

À minha mãe, pelo suporte e incentivo incondicional.

Aos meus irmãos, por sempre acreditarem no meu potencial.

À meu amigo, Guilherme Saltini, pela paciência e contribuição com dicas importantes durante a realização deste trabalho;

À minha equipe da Itaú Seguros pelas inúmeras horas de debate técnico, que muito contribuíram para as reflexões aqui realizadas.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Luiz Gustavo Ferreira Galrão, Lucas Scortecci e Fábio Cabral pelas primeiras contribuições técnicas no assunto. À Giuliana Oliveira, pelos intensos e importantes debates nas primeiras regulações de sinistros. À minha equipe na Itaú Seguros, por proporcionar um ambiente saudável de confronto de ideias, em especial, ao Clayton Drumond de Souza e a Marie Shimada, pelas discussões durante e após o horário de trabalho, sempre muito frutíferas.

RESUMO

SOARES JUNIOR, Celso Gomes. **Aspectos Societários do Seguro de Responsabilidade Civil de Administradores D&O, Os.** 2013. 100fls. Monografia (Pós-graduação *lato sensu* em direito societário – LLM) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013.

O presente trabalho tem por objetivo fazer uma ligação entre a dinâmica societária que as empresas estão inseridas e as principais coberturas existentes em um contrato de Seguro de Responsabilidade Civil de Administradores (D&O). A análise dos deveres fiduciários dos administradores permeia todo o estudo, que discute as repercussões da violação destes padrões de conduta, além de apontar as peculiaridades de cobertura existentes entre as apólices do mercado.

Palavras-chave: Deveres fiduciários; Seguro; D&O; Operações Societárias; Mercado de Capitais.

SUMÁRIO

1) INTRODUÇÃO **13**

2) OS ADMINISTRADORES E SEUS DEVERES **17**

2.1) Diferentes atribuições do Conselho de Administração e da Diretoria **19**

2.2) Os deveres fiduciários dos administradores **21**

2.3) O *Business Judgement Rule* **39**

3) O SEGURO D&O NO CONTEXTO SOCIETÁRIO **45**

3.1) Nomenclaturas do seguro **48**

3.2) Importância das definições **50**

3.2.1) Controlada e/ou subsidiária *51*

3.2.2) Custos de defesa *54*

3.2.3) Perda ou prejuízo financeiro *55*

3.2.4) Poluição, poluente e danos ambientais *57*

3.2.5) Notificação *58*

3.2.6) Operação e alteração de risco *60*

3.2.7) Reclamação *61*

3.2.8) Segurado *64*

3.3) Coberturas diferenciadas **66**

3.3.1) Penhora online *e indisponibilidade de bens* *68*

3.3.2) Inabilitação *72*

3.3.3) Cobertura de excesso para administradores *74*

4) VIOLAÇÃO DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS NO CONTEXTO DO SEGURO D&O E A REGULAÇÃO DE MERCADO DE CAPITAIS **77**

4.1) O poder de fiscalização e supervisão da CVM e seus impactos no seguro D&O **78**

4.2) A falha no dever de informar e *o Insider Trading* **90**

4.3) Ação social, *Derivative Action* e a ação individual: as reclamações de mercado de capitais **97**

5) CONCLUSÃO **107**

6) REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS **113**

1) INTRODUÇÃO

O desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil tem possibilitado às empresas buscar novas formas de financiar seus projetos, o que sinaliza, no longo prazo, a redução da dependência do financiamento bancário, principalmente das grandes linhas oferecidas pelos bancos de fomento. As maiores empresas, sólidas no mercado interno e com alta visibilidade no mercado externo, financiam-se com juros cada vez mais competitivos por meio da emissão de dívidas no mercado externo.

Investidores institucionais, como grandes fundos de pensão e seguradoras, em busca de rendimentos mais agressivos, diversificam seus investimentos altamente concentrados em títulos de dívida do governo e passam a buscar fontes alternativas de investimentos. A entrada mais agressiva no mercado de ações e de dívida corporativa acaba sendo um caminho natural aos grandes investidores que buscam diversificação.

Mesmo observando mercados maduros, percebe-se que essa transição para formas alternativas de financiamento é lenta e pode ser bastante distinta entre os países. Os Estados Unidos são, certamente, o mercado em que as empresas mais acessam novas formas de financiamento, propiciadas por um mercado de capitais desenvolvido. Em um passado não muito distante, empresas estrangeiras necessitavam se listar no mercado americano para atrair investidores. Atualmente, com o desenvolvimento do mercado de capitais dos emergentes, a listagem em bolsa nos Estados Unidos acaba se tornando mais uma questão de liquidez para alguns setores específicos.

A Europa, por sua vez, ainda depende em grande escala da atividade bancária. Seus bancos são agentes fundamentais de financiamento dos grandes projetos empresariais. O mercado de capitais na região desenvolve-se de maneira distinta de país para país, e poucos deles possuem uma dinâmica semelhante ao mercado americano. A recente crise presenciada no sistema bancário mundial mostrou, inclusive, a importância de se possuir um mercado de capitais desenvolvido. Enquanto a Europa detectava que a maior fonte de financiamento da sua atividade empresarial secava, causando fortes impactos em seu crescimento econômico, os

Estados Unidos detectava o mesmo movimento de retração em seu setor bancário, mas com reflexos muito menores em sua economia real.

Um mercado de capitais desenvolvido exige um ambiente regulado com regras previsíveis de investimento, que possibilitem a transação livre de ações, assim como regras claras de proteção aos investidores. Assim, o regulador do mercado de capitais tem o papel fundamental de assegurar o funcionamento eficiente do mercado, garantindo ao público informações claras sobre os valores mobiliários que serão transacionados. Confiança e previsibilidade no sistema são valores indispensáveis para estimular que a poupança popular siga o rumo do mercado de capitais. Para garantir um ambiente seguro às transações com valores mobiliários o regulador lança mão de suas prerrogativas normativas e de fiscalização, visando a supervisão da atividade empresarial em consonância com as regras societárias vigentes. A própria lei 6.404, de 14 de dezembro de 1976, ou “Lei das S/A”, assim como o Código Civil delimitam padrões de comportamento que devem ser observados pelos administradores de modo a alinhar os seus interesses aos interesses sociais. Estes são chamados de “deveres fiduciários”, que derivam da relação de confiança que se estabelece entre empresa e as pessoas físicas que a administram. A violação desses deveres acarreta em responsabilidade pessoal dos administradores, que serão obrigados a ressarcir eventuais danos sofridos aos acionistas, a terceiros e a própria empresa.

Existe ainda legislação penal, tributária, trabalhista, consumerista, previdenciária, falimentar e concorrencial que imputa situações de responsabilização pessoal a administradores. São inúmeras as circunstâncias delimitadas em lei que possibilitam desconsiderar a pessoa jurídica da empresa e buscar o patrimônio pessoal dos administradores para a satisfação de determinadas obrigações. Essa discussão, no entanto, não será realizada neste trabalho, haja vista a complexidade dos temas envolvidos que certamente demandariam uma estrutura de análise diferente da aqui proposta.

O foco das discussões nesta monografia está no âmbito da responsabilização pessoal dos administradores decorrente da legislação societária vigente no Brasil, com ênfase especial dada às sociedades de capital aberto. Tal discussão ocorrerá verificando os *standards* de conduta exigidos dos administradores e a proteção a

eles fornecida por meio do *Seguro de Responsabilidade Civil de Administradores e Diretores* ou Seguro *D&O (Directors and Officers Liability Insurance).* O seguro se torna, inclusive, ferramenta de estímulo à assunção de riscos por parte dos executivos, uma vez que é uma maneira de possibilitar o pagamento de eventuais indenizações que precisem ser realizadas em razão de decisões de negócio tomadas com boa-fé, mas que gerem danos.

O assunto em discussão é novo, com importância crescente, mas com pouquíssima bibliografia específica. Será utilizado o método de pesquisa bibliográfica e documental, uma vez que os temas tratados serão analisados com base em pesquisa e comparação entre os diversos contratos de seguro D&O existentes no mercado. Já a bibliografia que embasará as discussões societárias terá como pilares os principais doutrinadores a respeito do tema.

A correlação realizada entre os temas de direito societário e o seguro, permitirá concluir que existem escopos distintos de cobertura disponíveis no mercado, variando muito conforme a linguagem contratual utilizada. Cada aspecto analisado nas definições e garantias revelará diferentes abrangências de cobertura, que devem ser cuidadosamente observadas pelo contratante do seguro. Assim, este trabalho permitirá afirmar que existem diferenças concretas entre as apólices oferecidas no mercado e cada capítulo demonstrará a extensão destas peculiaridades.

O trabalho se inicia demonstrando os diferentes papéis e responsabilidades da Diretoria e do Conselho de Administração de uma empresa, passando por uma discussão teórica a respeito dos deveres fiduciários dos administradores e o *business judgment rule*, largamente utilizado pelos tribunais nos Estados Unidos no momento de se analisar a responsabilidade dos administradores na gestão dos negócios da companhia. Dessa feita, no Capítulo 2 se estabelece todo o aspecto teórico e doutrinário que embasará as discussões que serão realizadas nos capítulos seguintes.

O Capítulo 3 adentrará nos aspectos mais específicos de um contrato de D&O, discutindo as nomenclaturas e a importância das definições utilizadas na apólice, que terão impacto direto no escopo de cobertura contratado. As discussões ocorrerão inclusive sob um pano teórico, confrontando diferentes possibilidades de

abrangência das definições. Ele será desenvolvido essencialmente por meio da análise dos contratos existentes no mercado, uma vez que a bibliografia sobre o assunto ainda é muito escassa no Brasil. Ainda serão abordadas algumas extensões de garantia diferenciadas, poucas, inclusive, desenvolvidas para prover cobertura a situações de comprometimento patrimonial dos administradores e existentes apenas na legislação brasileira.

O Capítulo 4, ao falar sobre “Os aspectos societários do D&O”, aborda três temas fundamentais – derivados das discussões anteriores a respeito dos deveres fiduciários dos administradores – correlacionando-os às coberturas existentes em uma apólice de D&O. O Item 4.1 tratará da CVM e seu poder de fiscalização e supervisão, explicando o funcionamento do processo administrativo sancionador (PAS), assim como o instituto do termo de compromisso (TC), amplamente utilizado como meio de solução de controvérsias.

A falha no dever de informar e alguns aspectos do Insider Trading serão desenvolvidos no Item 4.2, apontando, inclusive, aspectos de cobertura do tema pela apólice em estudo. Por fim, o estudo das ações judiciais existentes, que possibilitam a responsabilização pessoal dos administradores e o ressarcimento dos prejuízos causados a acionistas, terceiros e à própria sociedade, encerará o presente estudo.

2) OS ADMINISTRADORES E SEUS DEVERES

Em artigo publicado na edição de 4 de maio de 2013, intitulado “Blind Justice”,[1] a revista *The Economist* questiona por que, passadas tantas crises e escândalos, pouquíssimos executivos do setor bancário estão atrás das grades. O artigo inicia sua explanação com o exemplo da falência do Banco Santos, que resultou na indisponibilidade de bens de Edemar Cid Ferreira, seu controlador e principal executivo, bem como na sua condenação a 21 anos de prisão por crimes contra o sistema financeiro nacional. Assim, a grande questão que se coloca é: por que executivos do setor financeiro internacional não são punidos de maneira exemplar da forma como acontece no Brasil?

As autoridades americanas e inglesas estiveram bastante ativas na investigação e na apuração de irregularidades recentes, mas nenhum executivo britânico estava atrás das grandes até o momento. Nos Estados Unidos, mesmo após uma enxurrada de ações judiciais contra administradores de bancos falidos, apenas um executivo tinha sido condenado – e outro poderá seguir o mesmo caminho – até agosto de 2013.

A aparente impunidade verificada nos países de *Common Law* estaria na maneira como a lei define ilícito financeiro nesses países. Principalmente nos Estados Unidos e no Reino Unido, os promotores têm enfrentado muita dificuldade em identificar um nexo causal entre condutas supostamente ilegais e os escândalos que ocorreram. Investigação especializada e detalhada é necessária para se conseguir provas que evidenciem ilícitos financeiros. Do contrário, a não verificação do nexo causal entre conduta supostamente ilícita e dano impossibilitará qualquer tipo de punição mais severa.

A grande questão que explicaria essa aparente “impunidade” pós-crise financeira de 2008 decorre do fato de que falir um banco por incompetência não é ilegal – não há a criminalização da negligência nos Estados Unidos e no Reino Unido. Ao administrador que gere seus negócios com diligência e boa-fé, evitando situações

[1]BLIND Justice. **The Economist**, 2013. Disponível em: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21577064-why-have-so-few-bankers-gone-jail-their-part-crisis-blind-justice>. Acesso em: 15 maio 2013.

em que haja interesses conflitantes, é garantida a isenção de responsabilidade, bem como é afastada a ingerência do judiciário, que não poderá se manifestar sobre qualquer decisão de negócio tomada – mesmo que comprovadamente inadequada e que venha causar prejuízos à companhia. Essa é a base do *business judgement rule*, regra desenvolvida por tribunais norte-americanos que possibilita aos administradores livre atuação dentro de certos limites, permitindo que eles tomem riscos inerentes à vida dos negócios e que será analisada nos capítulos seguintes.

No Brasil, no entanto, existe a possibilidade de punição da negligência por meio do instituto da *Responsabilidade Objetiva* – que não exige a comprovação de culpa e que pode responsabilizar o administrador meramente por sua posição. Assim, administradores de instituições financeiras podem responder ilimitadamente com seu patrimônio pessoal em algumas circunstâncias. Tal postura é confrontada com a tradição do direito norte-americano e inglês de que o judiciário não deve intervir naquelas decisões que são tomadas de boa-fé, mas que são erradas e podem gerar severas consequências.

A criminalização da negligência, como é feita no Brasil, passa a ser discutida em outras jurisdições, as quais propõem, por exemplo, tornar a gestão temerária um crime. Dadas as proporções que a crise iniciada em 2008 tomou, e o impacto gerado aos contribuintes que, em muitos países, tiveram que socorrer grandes instituições financeiras e seus executivos, tal caminho parece ser natural e, até mesmo, justificável. Existe grande apelo popular em punir exemplarmente aqueles fazem a gestão de grandes instituições financeiras – instituições que serão sempre socorridas pelo Estado, dado seu risco sistêmico - e o caminho natural seria puni-los pela negligência, independente de culpa.

No entanto, muitos doutrinadores ingleses e norte-americanos são contrários a essa postura, uma vez que aos administradores deve ser garantido um ambiente previsível de assunção de riscos, sem puni-los por decisões que pareciam ser as mais acertadas em uma determinada circunstância. A solução deste problema poderia ser encontrada por outras medidas, como o aumento da regulação e supervisão.

Possibilitar que o Conselho de Administração e a Diretoria de uma empresa assumam riscos inerentes a qualquer atividade empresarial deve ser o norte de uma

legislação empresarial, que busque equilibrar o desenvolvimento do mercado com a proteção aos investidores. Os próximos capítulos delimitarão as atribuições e competências da diretoria e do conselho de administração na gestão de uma companhia, bem como discutirão alguns *standards* de conduta esperados dos administradores na condução dos negócios de uma empresa

2.1) Diferentes atribuições do Conselho de Administração e da Diretoria

Antes de falar sobre deveres fiduciários e responsabilidade de administradores de maneira mais específica, importante se faz delimitar as diferentes responsabilidades e atribuições dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria de uma empresa.

Quando existente, o Conselho de Administração é o elo entre a propriedade[2] e a efetiva gestão da companhia representada pela diretoria executiva. Sua função é buscar o melhor interesse da empresa, ditando diretrizes estratégicas, delimitar atuação no que tange a investimentos, financiamentos, destinação dos resultados, fusões, aquisições e mais uma série de outros assuntos relevantes aos aspectos de negócios, pessoas, controles e riscos.[3] O *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC* delimita a seguinte missão para o Conselho:

[2] Propriedade, no sentido de conjunto de acionistas, independe se é uma empresa com controlador definido (majoritário), difuso ou de capital pulverizado. A Lei das S/A. delimita as regras básicas de formação do Conselho, que deve ser composto no mínimo por três membros eleitos em Assembleia Geral de acionistas, onde o controlador possui algumas prerrogativas especiais. Aos minoritários é garantido o direito de indicar um membro ao Conselho, desde que detentores de 10% do capital total da companhia ou, no mínimo, 15% do capital votante. Outros arranjos de representação são possíveis por meio de acordo de acionistas, que não podem ir contra a lei ou estatuto, mas que podem dispor regras específicas de representação dos sócios no Conselho de Administração.

[3] A legislação brasileira define claramente no art. 142 da Lei das S/A as competências do Conselho de Administração. A quarta edição do Código *de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC* também delimita as seguintes responsabilidades do Conselho: Apetite e tolerância a risco; Contratação dispensa, avaliação e remuneração do diretor-presidente e dos demais executivos, a partir da proposta apresentada pelo diretor-presidente; Escolha e avaliação da auditoria independente; Processo sucessório dos conselheiros e executivos; Práticas de Governança Corporativa; Relacionamento com partes interessadas; Sistema de controles internos; Política de gestão de pessoas; Código de conduta etc.

> A missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas (*shareholders*[4] e demais *stakeholders*[5]), de modo que cada uma receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta.

Assim, o Conselho de Administração, ao contrário da diretoria, é um órgão de deliberação colegiada,[6] o que significa que as decisões tomadas nesse fórum podem ensejar em responsabilidades compartilhadas entre seus membros.

Por outro lado, a Diretoria é um órgão obrigatório em qualquer sociedade anônima, cabendo aos diretores – muitas vezes chamados "diretores executivos" – executar as deliberações do Conselho e da Assembleia Geral. São esses diretores os representantes oficiais da companhia para o mundo externo, e os responsáveis pela implementação das diretrizes estratégicas estabelecidas, vinculando assim a companhia a terceiros.

Ao contrário do Conselho, a Diretoria é um órgão cujos membros assumem responsabilidades individuais,[7] compartilhando algumas decisões quando necessário. Normalmente, essas diretrizes se encontram no estatuto da empresa, no qual estarão definidas claramente as atribuições, competências e poderes de cada diretor-executivo,[8] especificando, inclusive, situações em que haverá necessidade

---

[4] Detentor de ações ou quotas de determinada organização.

[5] Qualquer pessoa, entidade ou sistema que afeta ou é afetada(o) pelas atividades de uma organização. Partes interessadas.

[6] Art. 138 da Lei das S/A. "A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.
§ 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores."

[7] Nesse sentido, Carvalhosa (2003, p.157), estabelece que "A diretoria não é um órgão coletivo permanente na medida em que os diretores têm poderes e funções individuais de administração. Os membros do Conselho, no entanto, não têm poderes nem funções individuais de gestão. O poder do conselho expressa-se via deliberação majoritária de seus membros. O poder da diretoria exprime-se pelos atos de gestão e de representação que, individualmente, exercem e praticam os diretores".

[8] Art. 143 da Lei das S/A. "A Diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembléia-geral, devendo o estatuto estabelecer:
(...) IV - as atribuições e poderes de cada diretor (...) § 2º O estatuto pode estabelecer que determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião da diretoria."

de decisões compartilhadas e quais áreas devem analisá-las (o que poderá ensejar em corresponsabilidade de diretores-executivos em algumas situações).

Corresponsabilidade é a melhor nomenclatura para definir as situações em que pode haver responsabilidade solidária entre administradores. A solidariedade sempre depende da existência de outro ato culposo – ação ou omissão – do corresponsável. Um administrador não pode ser chamado a responder pelo ato de outro apenas por integrar um órgão colegiado, ou por tomar uma decisão em coparticipação. Apenas a clara constatação de que aquele também violou um dever estatutário ou legal é que permitirá a responsabilização solidária.

Nelson Eizrik,[9] ao comentar o art. 138 da Lei das S/A que trata sobre "Conselho de Administração e Diretoria", conclui, *in verbis*:

> Assim, é por intermédio dos órgãos de administração que a companhia se manifesta, cabendo às pessoas físicas que os integram (artigo 146) - os administradores – conduzir os negócios sociais e representar a companhia, dentro de suas respectivas esferas de competência. Com efeito, os administradores, na qualidade de representantes orgânicos, quando praticam atos jurídicos, manifestam a vontade da companhia, que por eles se obriga.

2.2) Os deveres fiduciários dos administradores

A Lei 6404/1976 define claramente que, via de regra, os administradores não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações que assumem em nome da sociedade,[10] mas responderão em duas circunstâncias: quando procederem dentro de suas atribuições com culpa ou dolo e, quando agirem violando a lei ou o estatuto. Nesses casos, há presunção relativa de culpa do administrador.

---

[9] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2011. p.257.

[10] Art. 158 da Lei das S/A: "O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto."

Dessa feita, o administrador é responsável apenas por atos irregulares de gestão,[11] devendo o prejudicado provar o prejuízo e o nexo de causalidade entre o ato violador da lei ou do estatuto[12] e o prejuízo sofrido. A Lei das S/A inverte o ônus da prova se o ato do administrador viola a lei ou estatuto, cabendo a ele comprovar que agiu de maneira diligente e que tal violação surgiu de circunstâncias especiais por ele não provocadas ou sobre as quais não teria nenhum controle ou responsabilidade.[13] Ao administrador caberá provar que não lhe restava nenhuma outra conduta possível, senão aquela que causou o prejuízo.[14]

Assim, o legislador brasileiro nos artigos 153 a 157 da Lei das S/A estabeleceu, de maneira pedagógica, inúmeros deveres e responsabilidades que devem ser estritamente observados pelos administradores na condução dos negócios de uma sociedade. São eles: dever de diligência; finalidade das atribuições e desvio de poder; dever de lealdade; dever de se evitar conflitos de interesses e o dever de informar. Apesar de extensamente descritos em lei, esses deveres e responsabilidades constituem *standards* de conduta, o que significa que eles são uma generalidade, uma orientação flexível, conceitos maleáveis que serão interpretados caso a caso diante de uma situação concreta.[15]

Essa flexibilidade se faz importante uma vez que todos os deveres devem ser moldados ao contexto empresarial real, ou seja, aquele em que decisões precisam ser tomadas com rapidez, assertividade, em curtíssimos espaços de tempo e restrições de recursos. Assim, por exemplo, a leitura de um dever de diligência deve considerar o contexto em que a decisão foi tomada, podendo sim ser verificado mesmo naquelas circunstâncias de tomada de decisões com pouquíssimos recursos disponíveis.

---

[11] LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das sociedades por ações anotada**. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p.383.

[12] Nesse contexto, os atos violadores de lei que mais são pertinentes ao estudo em questão são aqueles que afrontam os dispositivos dos arts. 153 a 157 e que serão estudados em detalhe nas próximas páginas.

[13] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, Jose Luiz Bulhões. **A Lei das S/A**.: pareceres. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996,. p.456.

[14] LACERDA, de Sampaio. **Comentários à Lei das S/A**. Vol. 3. São Paulo:Saraiva, 1978, p.206.

[15] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

O dever de diligência[16]

O dever de diligência impõe ao administrador um cuidado especial na condução da atividade empresarial. A possibilidade de insucesso em uma empreitada é uma variável absolutamente possível, mas que não deve gerar responsabilidade pessoal se o dever de diligência for cumprido. O dever de diligência impõe uma obrigação de meio e não de resultado, já que decisões diligentes também podem gerar prejuízos para a companhia.[17]

O *standard* de conduta que a lei delimita nesse caso é o "cuidado e diligência do homem ativo e probo" que poderá ser comprovado quando os administradores:

(i) Qualificam-se para o exercício do cargo como conhecimentos específicos da indústria em que atuam para que possam tomar decisões estruturadas e técnicas.

(ii) Administram a sociedade dentro dos poderes a eles atribuídos, no limite do objeto social, com cuidado e zelo. Praticam atos de gestão e representação para os quais foram designados buscando realizar o fim social.

(iii) Buscam manter-se informados a respeito das matérias relevantes à atividade empresarial na qual se encontram inseridos, realizando estudos prévios e se preparando para que suas decisões sejam fundamentadas. O administrador deverá estar informado sobre a própria empresa em que atua, assim como entender a complexidade do mercado em que ela está inserida, buscando, sempre que necessário, opinião externa fundamentada por meio de pereceres de advogados, auditores ou consultorias externas.

(iv) Investigam assuntos e problemas que possam causar complicações à companhia, analisando criticamente a situação e antecipando medidas para mitigar potenciais danos. Deriva dessa obrigação a necessidade de se verificar fatos, informações e problemas relevantes da companhia que, em última instância, se comunicarão com o dever de vigilância e o de informar.

---

[16] Art. 153 da Lei das S/A. "O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios."

[17] EIZIRIK, **A lei das S/A comentada**: artigos 121 a 188, p.257.

(v) Mantêm vigilância da atividade empresarial, monitorando e fiscalizando o dia a dia da empresa. Essa vigilância deve ocorrer de maneira macro, uma vez que se mostraria impossível vigiar toda e qualquer situação em grandes companhias. Disso deriva a necessidade de supervisão dos demais funcionários, monitorando eventuais negligências e controlando a atividade desses colaboradores por meio de regras de *compliance* que visem o alinhamento de comportamentos em aderência aos deveres legais e estatutários que são, dessa maneira, estendidos a todos.[18]

Finalidade das atribuições e desvio de poder[19]

O dever de atuar dentro das suas atribuições estabelece o princípio fundamental da prevalência do interesse social, ou seja, os administradores devem atuar buscando concretizar o objeto social da companhia e a maximização dos lucros. A atuação deve sempre buscar, de forma sustentável, o equilíbrio entre o interesse privado e o público. Assim, a companhia deve levar em consideração na sua atuação a relação que ela estabelece com acionistas, fornecedores,

[18] Flávia Parente, **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 101.

[19] Art. 154 da Lei das S/A: "O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

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

§ 2° É vedado ao administrador: a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; b) sem prévia autorização da assembleia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

consumidores, colaboradores, comunidade e o próprio Estado. Essa é a tradução da "função social" da companhia.[20]

Ainda, ao delimitar que os administradores devem atuar buscando os interesses da companhia,[21] o legislador busca limitar a interferência que grupos de acionistas possam ter por intermédio dos administradores eleitos por eles. Uma vez eleitos, os administradores passam a se manifestar como órgãos no interesse e em lealdade à empresa.

Administradores que busquem se beneficiar de determinada classe de acionistas poderão sofrer ações de responsabilidade. Tal premissa é consagrada, inclusive, no Código Civil, art. 50 "Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado o desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidas aos bens particulares dos administradores sócios da pessoa jurídica". Tal previsão consagrou a possibilidade de responsabilidade pessoal dos administradores, a chamada *Disregard Doctrine*.

O legislador também proibiu os chamados "atos de liberalidade" que são onerosos à companhia e não gerem qualquer ganho para sua atividade. São exemplos de "atos de liberalidade" a renúncia de direitos da companhia ou a prestação de garantias de favor a terceiros. Essa vedação, no entanto, não é absoluta, já que podem existir situações em que um "ato de liberalidade" é praticado visando um bem maior como, por exemplo, evitar uma briga judicial de grandes proporções.

O dever de diligência e o dever de atuar dentro de suas atribuições são complementares, já que caberá aos administradores o bem administrar a

[20] Modesto Carvalhosa (2002, p. 275) ensina que a função social da empresa hoje possui três modernas concepções: "A primeira refere-se às condições de trabalho e às relações com seus empregados, em termos de melhoria crescente de sua condição humana e profissional, bem como de seus dependentes. A segunda volta-se ao interesse dos consumidores, diretos e indiretos, dos produtos e serviços prestados pela empresa, seja em termos de qualidade, seja no que se refere aos preços. A terceira volta-se ao interesse dos concorrentes, a favor dos quais deve o administrador da empresa manter práticas equitativas de comércio, seja na posição de vendedor, como na de comprador. A concorrência desleal e o abuso do poder econômico constitem formas de antijuridicidade tipificadas".

[21] Exemplo de infração ao art. 154 pode ser observado no Processo Administrativo Sancionador CVM 09/2006, em que administradores foram penalizados por patrocinar demandas judiciais que não tinham como objetivo buscar os interesses da companhia. Nesse processo restou apurado que essas ações judiciais tinham por objetivo defender interesses de apenas um dos acionistas da empresa.

companhia, de acordo com seu objeto social, buscando os interesses sociais e respeitando o bem público e a função social da empresa.

O dever de lealdade[22]

Paulo Fernando Campos Salles (1999, p. 58) afirma que "O administrador deve servir à companhia, e não servir-se dela." Esse é o dever de lealdade pelo qual o legislador optou, inclusive, por mencionar claramente situações de evidente conflito do dever de lealdade, vedando ao administrador (i) aproveitar-se de oportunidades comerciais de que tenha conhecimento; (ii) omitir-se de proteger os direitos da companhia e (iii) comprar e vender bens de interesse da companhia.

No direito norte-americano, duas situações colocam o dever de lealdade à prova: (i) quando é utilizada oportunidade comercial da companhia de maneira indevida e; (ii) em todas aquelas situações nas quais o administrador possui interesses conflitantes com os da empresa, muitas vezes aproveitando-se dessas situações para concretizar uma operação que o beneficia pessoalmente.

[22] Art. 155 da Lei da S/A. "O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

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

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

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

§ 4o É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

Os administradores devem aproveitar as oportunidades comerciais existentes visando o interesse na companhia, avaliando tais oportunidades no sentido de maximizar os ganhos dela. A posição estratégica que possuem perante os demais colaboradores os permite acesso a informações confidenciais e estratégicas, que devem ser custodiadas com o devido cuidado e utilizadas visando o benefício da companhia.

Como todo *standard* de conduta, o dever de lealdade é maleável, podendo se adaptar diante de uma situação concreta e, inclusive, comportar exceções às regras existentes. Normalmente, o caminho a ser observado é do entendimento de que a oportunidade comercial seria efetivamente utilizada pela empresa em razão de sua condição financeira e/ou patrimonial, ou se a oportunidade é aderente ao objeto social da companhia. Além disso, poderá ser avaliado se de fato tal oportunidade acarretará em um benefício à empresa. Após essas avaliações, pode-se chegar à conclusão de que a oportunidade comercial existente não gerará benefícios relevantes, situação em que a empresa abriria mão de explorá-la.

Em tais circunstâncias, poderia o administrador aproveitar-se da oportunidade comercial, desde que reste comprovado que a companhia não tiraria proveito significativo da situação existente. Assim, poderá o administrador oferecer o negócio à companhia, de boa-fé demonstrar todos os aspectos a favor e contra a proposta e, na mesma oportunidade, divulgar abertamente seu interesse no negócio. Caso a companhia a rejeite, poderá ele aproveitar-se da oportunidade sem ferir o seu dever de lealdade. Importante lembrar que a omissão voluntária - quando o administrador deliberadamente deixa de aproveitar uma oportunidade comercial - pode indicar má-fé na condução do negócio e, consequentemente, violação ao art. 155 II.

Outro aspecto de quebra do dever de lealdade é a situação em que o administrador adquire bem ou direito para revendê-lo com lucro à companhia. A lei menciona bem “necessário” ou que se “tencione” adquirir. Assim, o lucro deve decorrer de operação em que o administrador adquire um bem que será posteriormente vendido, apurando-se necessariamente o lucro. Situações em que o administrador se antecipa e adquire o bem ou direito antes de um terceiro, muitas vezes por razões estratégicas e visando o benefício da companhia, não deveria ser objeto de questionamento – mesmo que a operação ocorra com lucro para o administrador.

Nesse caso, apurada a boa-fé do administrador e recolhidas as devidas autorizações – conforme estipulado no art. 142 VI, que exige a manifestação do Conselho sobre a celebração de atos ou contratos – não se deve questionar a respeito da deslealdade do administrador.[23]

A utilização de informação *relevante* com o objetivo de buscar vantagem pessoal também é vedada pelo art. 142, caracterizando o chamado *Insider Trading*. Para a caracterização desse delito, a informação deve ser privilegiada e capaz de alterar o comportamento dos agentes de mercado quando tornada pública. Ou seja, trata-se de uma informação que influirá de modo significativo na cotação das ações da empresa, gerando um movimento de alta ou de baixa em razão de sua divulgação.

A existência de *insider* está intimamente ligada ao juízo de valor do que seja ou não um fato *relevante*. A instrução CVM 358/2002 elenca situações de atos ou fatos que podem ser considerados relevantes, como mudança de controle, fechamento de capital, incorporação, cisão ou dissolução da uma companhia. Assim, operações societárias complexas, sigilosas e estratégicas que alteram de maneira significativa a estrutura societária da companhia são oportunidades propícias ao crime de *insider*, uma vez que o seu anúncio certamente propiciará uma mudança de rumo na precificação das ações da companhia.

Existem razões de ordem econômica e éticas para combater o *insider trading*. O aspecto econômico deriva do fato de que o mercado de capitais será mais desenvolvido quanto maior for a segurança jurídica existente no ambiente de transações de ações. Mais investidores se aventuram no mercado acionário quando possuem a certeza de que todas as informações disponíveis para a tomada de decisão de investimento estão disponíveis a todos e de maneira simultânea. Os reguladores possuem o papel importante de manter a credibilidade do sistema, assegurando aos investidores um ambiente eficiente e seguro para suas tomadas de decisão. A existência de movimentação anormal de ações de uma companhia em um determinado período de tempo pode ser indício de crime de *insider*. Os órgãos reguladores lançam mão cada vez mais de mecanismos sofisticados de detecção desses movimentos, com cooperação, inclusive, da polícia especializada.

---

[23] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A**: e ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 156.

O aspecto ético, por sua vez, possui também uma lógica econômica, uma vez que questiona a posição privilegiada de um indivíduo em relação aos demais, a qual possibilitaria a ele uma vantagem econômica quase que exclusiva. Essa ética busca a não tolerância do lucro individual gerado em razão de desse privilégio perante os demais investidores. Todas as estruturas mundiais de mercado de capitais, desenvolvidas ou em desenvolvimento, buscam monitorar, identificar, processar e, eventualmente, punir ações de investidores que tenham tido um ganho individual destoante exclusivamente em razão da utilização de informação *relevante*.[24]

A prática do *insider* pode ter reflexos nas esferas criminal, civil e administrativa. No contexto dos *standards* de conduta vistos, a quebra do dever de lealdade por meio do *insider trading* pode gerar um ilícito penal, capaz de resultar em até cinco anos de prisão e multa severa.[25] Trata-se de um ilícito tipificado, em que a negociação de valores mobiliários foi feita com base em informações privilegiadas não divulgadas ao mercado e que foram obtidas por agentes que deveriam custodiar as informações observando seus deveres de lealdade. Administradores, acionistas e até mesmo prestadores de serviços deveriam observar o sigilo na administração dessas informações confidenciais. Assim, os *insiders* "primários" são aqueles que acessam as informações diretamente da fonte, em razão de sua posição de destaque dentro

[24] Modesto Carvalhosa (2002, p. 264) define *insider trading* da seguinte forma: "*Insider Trading* é toda negociação de compra e venda de valores mobiliários feita pelos administradores ou por quem deles obteve de qualquer forma informações relevantes, no período em que tais informações não foram ainda divulgadas junto ao mercado, de forma ordinária ou extraordinária, conforme as circunstâncias. *Insider Trading* é, portanto, qualquer operação realizada por um *insider*, com valores mobiliários de emissão da companhia, no período imediatamente seguinte ao conhecimento da informação relevante e antes que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de divulgação adotados no mercado de capitais. Assim, o *insider trading* caracteriza-se pelo uso da informação relevante não divulgada na compra ou venda de valores mobiliários de emissão da companhia, gerando um desequilíbrio de posições, lesivo tanto a uma das partes da operação - o comprador ou vendedor *outsider* - como ao próprio mercado de capitais, em termos de confiabilidade."

[25] Art. 27-D Lei 6.385/1976 com atualização feita pela Lei 10.303/2001. "Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:
Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime."

Até a edição da Lei 10.303 de 2001, que alterou partes da Lei 6404/1976, a prática do *insider trading* no ambiente legal brasileiro era punido apenas nos âmbitos civil e administrativo. Apenas em 2001 é que ocorre a tipificação penal dessa conduta, que visa corroborar o princípio do *disclosure* ou *full disclosure* - ampla divulgação das informações - visando a proteção dos investidores bem como a reputação do mercado de capitais como um todo.

da organização. São normalmente membros do alto escalão da companhia, que poderão ser punidos criminalmente. Há ainda os *insiders* "secundários", que recebem a informação privilegiada, mas não estão obrigados ao dever de sigilo, sendo passivos apenas de punição administrativa, uma vez que a norma penal não se estenderia ao seu caso.[26]

Assim, para que haja a configuração do crime de *insider trading*, é necessário verificar a vinculação profissional ou pessoal existente entre o administrador ou acionista controlador detentor da informação relevante não divulgada e os terceiros que eventualmente tiveram acesso às informações.[27] A existência desse nexo profissional ou pessoal permite aplicar a norma de maneira ampla, permitindo interpretar que *quaisquer pessoas*[28] nessas condições de vínculo podem ser responsabilizadas pelo crime de *insider trading*. O mero conhecimento ocasional da informação por meio de outras fontes não deve gerar responsabilização nos termos da lei.

A lei societária estabelece a responsabilidade objetiva do *insider* o que significa o seu dever de reparar as perdas e danos causados ao investidor em razão de sua conduta. A Lei 7.913 de 1989, que "dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários" confere de maneira clara a competência ao Ministério Público para, de ofício ou por solicitação da CVM, propor ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários.

Assim, configurada a existência de fato relevante não divulgado, juntamente com a compra e venda pelo *insider* de valores mobiliários aproveitando-se dessa situação (no período imediatamente anterior à divulgação do fato relevante ao público), estariam estabelecidos elementos objetivos de convencimento do juiz em uma ação que busque a responsabilidade civil do *insider* junto aos investidores prejudicados.

---

[26] EIZIRIK, **A lei das S/A comentada**: artigos 121 a 188, p. 376.

[27] PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p.163.

[28] Art. 155 § 4º. "É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por **qualquer pessoa** que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários". (grifo nosso)

Isso não significa que outra ação com base nos arts. 158 e 159 – ação de responsabilidade civil dos administradores - não possa também ser proposta. Nesse caso, o objetivo será discutir a quebra dos deveres fiduciários do administrador, mais especificamente, a quebra dos deveres de diligência, lealdade e, principalmente, de informação, já que o administrador claramente foi negligente no processo de custódia e *disclosure* de informação relevante para a companhia e para os investidores.

A repercussão em âmbito administrativo normalmente é a primeira delas, uma vez que a CVM é aquela que possui capacitação técnica e tecnológica para primeiro detectar indícios de *insider trading*. Após a constatação de comportamento anormal de valores mobiliários, poderá a CVM instaurar um inquérito administrativo visando apurar se a anormalidade detectada decorre ou não de atos ilegais praticados por *insiders*. Identificando elementos de materialidade, poderá a CVM seguir com a instauração de um processo administrativo sancionador com a finalidade de punir todos os *insiders* - administradores ou não - conforme prerrogativas a ela concedidas pela Lei 6.385, de 1976.

Conflito de interesses[29]

Há conflito de interesses entre o administrador e a sociedade quando aquele é portador de um interesse duplo e contraditório, simultaneamente tentando atender o interesse social e o seu, particular, quando atender um significa sacrificar o outro.[30] A legislação veda ao administrador participar de operações que tenham interesses conflitantes com os da companhia, obrigando-o a formalizar em ata a extensão do seu interesse, bem como se abster de votar o assunto em questão. O administrador

[29] Art. 156. "É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.
§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.
§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido."

[30] EIZIRIK, **A lei das S/A comentada**: artigos 121 a 188, p. 379.

não poderá participar da deliberação, opinar, sugerir ou de qualquer forma influenciar no processo decisório da administração da companhia.[31]

Trata-se da obrigação de se abster, que decorre do dever de lealdade imposto pelo art. 155 da Lei das S/A, segundo o qual os administradores não podem obter benefícios pessoais na gestão dos negócios da companhia, trabalhando sempre em prol do interesse social.[32] Esse interesse do administrador é verificado quando ocorre interesse financeiro ou pessoal, direto ou indireto, na transação em que a sociedade tomará parte.[33] Interesses diretos são aqueles que opõem administrador e companhia em polos opostos, com interesses distintos. Interesses indiretos são aqueles em que o potencial conflito não está no próprio interesse do administrador, mas em pessoas ligadas a ele e que possam ser de alguma forma beneficiadas. Assim, a obrigação de se abster surge sempre que houver situações de interesses conflitantes ou antagônicos, por vezes incompatíveis.

A abstenção mencionada deve ser seguida de um *disclosure* feito pelos demais administradores sobre o seu interesse e o consequente impedimento, além da formalidade de se consignar em ata da reunião do conselho de administração ou da diretoria a sua natureza e extensão.

É importante observar que a contratação do administrador com a companhia não é uma proibição absoluta, uma vez que o próprio artigo 156 em seu parágrafo 1o delimita a possibilidade de realização de tais negócios, desde que sejam celebrados em condições razoáveis e equitativas. Assim, situações em que haja suposta contratação em situação de conflito de interesses deverão ser analisadas caso a caso, entendendo-se as peculiaridades da situação concreta. Além disso, a própria situação de suposto conflito pode gerar uma contratação sem qualquer repercussão legal relevante. Será válida, por exemplo, quando observada os aspectos de

---

[31] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das sociedades anônimas**: lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, artigos 138 a 205, v. 3. São Paulo: Saraiva, 1997, p.275.

[32] O Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/11007 fornece um bom exemplo de situação em que administradores participaram em duas operações com interesses conflitantes com a companhia. No primeiro, membros do Conselho participam e deliberam sobre redução de capital da companhia e remuneração de empresa de consultoria na qual eram sócios. No segundo, participam das deliberações de incorporação de uma empresa na qual tinha interesse conflitante com a Companhia que atuavam. O processo foi encerrado com termos de compromisso de mais de R$ 2.500.000,00 por administrador.

[33] PARENTE, **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**, p.180.

disclosure, consignação em ata e abstenção no processo deliberativo de contratação.

A princípio, poder-se-ia pensar que a lei estabelece o critério do conflito de interesses formal, uma vez que ela veta, de forma absoluta, a participação do administrador em *qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia*. A grande questão aqui está em delimitar o que seria *interesse conflitante*, já que a lei não disponibiliza nenhum critério objetivo para isso. Sua constatação, assim, deverá ser analisada em conformidade com a situação de fato, concreta, entendendo-se a sua extensão e peculiaridades.[34] Trata-se, portanto, de uma hipótese de conflito material ou substancial cuja apuração será feita apenas diante a situação concreta.

A discussão da existência de conflito formal e material extrapola a peculiaridade do art. 156 da Lei das S/A, sendo também tratada quando se fala em impedimento de voto do acionista controlador, conforme definido no art. 115 da mesma lei. Nesse caso, a legislação também estabelece uma vedação clara - a proibição voto do acionista em conflito de interesses. Na doutrina, por muito tampo prevaleceu o entendimento do conflito formal de interesses, ou seja, a lei delimita um veto absoluto que precisa ser observado *a priori* e em todas as operações. Hoje em dia, o melhor entendimento busca mesclar as duas correntes, buscando atuar de forma anterior quando possível e *a posteriori*, analisando o caso concreto naquelas situações em que não se possa facilmente evidenciar os conflitos.

[34] ADAMEK, **Responsabilidade civil dos administradores de S/A**, p.164.

Dever de informar[35]

O publicidade dos fatos (*full disclosure*) é o que permite aos acionistas e investidores avaliarem a real situação da companhia, medirem oportunidades, realizarem apostas de curto, médio e longo prazo e emitirem juízo de valor a respeito da subscrição de seus valores mobiliários - novas ações ou debêntures.

Disciplinar esse dever foi uma preocupação do legislador em proteger a poupança popular, regulamentando de maneira clara o procedimento de divulgação de informações de maneira continuada em benefício dos investidores. Esse princípio é também uma contrapartida ao direito de fiscalizar, garantido aos acionistas por meio do art. 109, da Lei das S/A. A fiscalização das atividades da empresa é exercida por

[35] Art. 157 da Lei das S/A. "O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social (...): a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia."

meio da circulação de informação, o que permite aos acionistas exercerem outros direitos, como o voto, impugnação de deliberações sociais e até mesmo a propositura de ação de responsabilização de administradores e controladores.

Nesse sentido, o dever de informar é uma medida de proteção da própria empresa contra eventuais questionamentos de acionistas ou da CVM a respeito do tratamento das informações relevantes que podem afetar a decisão de investimento dos participantes do mercado. Quando há divulgação eficiente dos fatos *relevantes*, a companhia transfere aos investidores a responsabilização pela tomada de decisões. Nesse sentido, o parágrafo 4o do art. 157 estabelece o princípio da divulgação de informações, visando a proteção de investidores e das próprias companhias que participam do mercado organizado.

O dever de informar aplica-se exclusivamente aos administradores de companhias abertas e é um desdobramento do dever de diligência e lealdade. Ele se subdivide em duas vertentes: (i) a prestação de informações aos acionistas e; (ii) a divulgação de fatos *relevantes*, possibilitando aos investidores tomarem decisões acessando simultaneamente o mesmo tipo de informação.[36]

A prestação de informação aos acionistas se revela com declarações a respeito da posição acionária dos administradores. A interpretação de *posições acionárias* dever ser feita de maneira sistemática, incluindo qualquer posição em debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrições ou qualquer outro título relevante que revele uma posição de propriedade do administrador na companhia. Trata-se de uma declaração de propriedade que permitirá aos acionistas fiscalizarem a administração, inclusive no que tange ao *insider trading*.

Há ainda o dever de revelação de informações específicas demandadas em assembleias, inclusive quando solicitadas por minoritários representantes de 5% do capital da companhia. A lei ainda delimita no art. 157, parágrafo 1o alíneas “a” a “e” todas as situações em que os administradores deverão fielmente revelar dados obrigatórios aos acionistas.

Ainda decorrente do dever de informar está a obrigação estipulada no art. 134 da Lei das S/A, que delimita que os administradores (ou, ao menos, um deles) deverão

[36] ADAMEK, **Responsabilidade civil dos administradores de S/A**, p.172.

atender pedidos de esclarecimentos sobre os aspectos financeiros da companhia e demais assuntos incluídos na ordem do dia.

O art. 177 do Código Penal corrobora o princípio do *disclosure* ao delimitar pena de reclusão ao "diretor, gerente ou fiscal da sociedade por ações que, em prospectos, relatório, parecer, balanço ou comunicações ao público ou à assembleia geral, faz afirmação falsa sobre as condições econômicas da sociedade, ou oculta fraudulentamente, no todo ou em parte, fato a elas relativo". Assim como o dever de lealdade, o dever de informar pode resultar em repercussões penais, já que poderá ser apurada a responsabilidade criminal do administrador nas circunstâncias delimitadas em lei.

A preocupação em legislar claramente sobre o dever de informar decorre do fato de que o mercado de capitais é construído sobre a base da confiança e previsibilidade. Mais investidores são atraídos quando as regras de negociação são claras e existe uma regulação séria. Nesse sentido, o parágrafo 4o do art. 157 estabelece o princípio da divulgação de informações, visando a proteção de investidores e das próprias companhias que participam do mercado organizado.

A imediata comunicação é o preceito básico da regra, uma vez que o desnível informacional não pode ser tolerado em um ambiente de livre negociação. Os investidores precisam ter acesso ao mesmo tipo de informação de maneira simultânea para que o processo de tomada de decisão seja uniforme, sem benefícios ou desvantagens a qualquer participante do mercado. A rápida divulgação também permite um encurtamento do espaço de tempo existente entre a tomada da decisão relevante e a sua divulgação, período esse sensível, uma vez que poderia ser utilizado por algum *insider* na busca de uma vantagem pessoal.

A própria CVM, buscando tangibilizar o que seriam estas situações relevantes, estabelece no artigo segundo da instrução CVM 358,[37] de 03 de janeiro de 2002, o que seria *fato relevante*, ou seja, qualquer ato ou fato ocorrido ou relacionado aos negócios da companhia e que possa influir de modo ponderável: 1) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; 2) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários

[37] Instrução CVM Nº 358, de 3 de janeiro de 2002, que dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, dentre outros.

ou; 3) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela empresa ou a eles referenciados.

Por ser um conceito notadamente subjetivo, a CVM estabelece nessa mesma instrução, em seu parágrafo único, um rol exemplificativo de vinte e duas situações consideradas potencialmente relevantes. Dentre elas, merecem destaque: (i) assinatura de acordo de transferência do controle com eventual mudança no controle da companhia; (ii) mudança em acordo de acionistas; (iii) intenção ou efetiva autorização para negociação de seus valores mobiliários em mercados estrangeiros; (iv) incorporação, fusão ou cisão da empresa ou de suas subsidiárias; (v) renegociação de dívidas relevantes; (vi) modificação de condições contratuais relevantes ou alteração de projeto, que seja de domínio público e que possa ter repercussão nos negócios da companhia; (vii) descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia ou modificação de projeções divulgadas pela companhia; (viii) decretação de recuperação judicial, falência ou qualquer situação econômico-financeira que possa afetar o resultado financeiro da companhia ou seu balanço patrimonial - como condenação judicial relevante não provisionada.

De modo geral, a divulgação do fato *relevante* deve ocorrer imediatamente após o fechamento do pregão ou imediatamente antes de sua abertura. Essa é uma recomendação clara, que visa a recepção da informação de maneira uniforme pelo mercado já na abertura das negociações do dia seguinte ao comunicado.

No entanto, a grande questão que se coloca – e que, de certa maneira, constitui o grande desafio dos diretores de relações com investidores (DRI) - é definir qual o momento adequado de se divulgar uma informação *relevante*. Esse questionamento sobre a determinação de quando exatamente um fato se consuma como *relevante* é importante, pois o administrador terá que avaliar os diversos atos que são praticados entre a expectativa de uma operação *relevante* e a sua efetiva conclusão para identificar o exato momento de sua revelação, em conformidade com o que é legalmente esperado. Há intenso debate sobre o tema na doutrina e uma conclusão mostra-se possível: para ser *relevante*, a informação precisa de um caráter preciso,

de materialidade ou objetividade. Não deve se referir a meros rumores, estudos iniciais ou planos incertos.[38]

Ainda, quando se tratar de operações complexas, como fusão, incorporação, venda ou aquisição de controle e alteração de um grande projeto, há uma tênue linha que divide a falha na divulgação do fato relevante e a exposição de informações estratégicas, que podem eventualmente frustrar a própria operação em si. Nelson Eizirik[39] defende que

> caso os administradores entendam que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, poderão optar pelo sigilo. Tal pode ocorrer quando estiverem convictos de que a divulgação comprometerá determinada negociação, ou quando tratar-se de segredo industrial que, uma vez divulgado, favorecerá concorrentes. É inequívoco que se trata de decisão empresarial, que compete aos administradores e acionistas controladores; caso a operação seja mantida sob total sigilo, não ocorrendo o 'vazamento' da informação, descabe qualquer responsabilidade na esfera civil ou administrativa.

Assim, haverá situações nas quais um fato será classificado como *relevante*, mas poderá ter a sua circulação restringida, uma vez que a sua ampla divulgação poderá colocar em risco interesse legítimo da companhia. Não haverá a divulgação do fato *relevante*, mas a companhia terá o ônus de controlar o acesso à informação, uma vez que rumores sobre o assunto ou oscilação atípica na cotação de seus valores mobiliários poderão ser indícios de vazamento de informação privilegiada. A companhia deverá se policiar quanto à circulação dessas informações e acelerar a conclusão do negócio à medida que mais partes sejam envolvidas e o risco de vazamento se torne maior.

---

[38] PINTO RIOS, Alexandre Carvalho. Como identificar um fato relevante? **Revista Capital Aberto**. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=93&i=3331>. Acesso em: 25 maio 2013.

[39] EIZIRIK, **A lei das S/A comentada**, p.396.

2.3) O *Business Judgement Rule*

Nos Estados Unidos, grande parte da doutrina defende a existência de dois deveres básicos: o dever de diligência (*Duty of Care*) e o dever de lealdade (*Duty of Loyalty*). O primeiro está relacionado à qualidade das informações e o segundo à propriedade de determinados interesses da companhia que são geridos por conselheiros e diretores.[40]

O *Model Business Corporation Act* de 1999 delimita no seu capítulo "C" - "*standards of conduct*":

> SUBCHAPTER C. DIRECTORS
>
> § 8.30 Standards of Conduct for Directors
>
> (a) Each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act: (1) in good faith, and (2) in a manner the director reasonably believes to be in the best interests of the corporation.
>
> (b) Shall discharge their duties with the care that a person in a like position would reasonably believe appropriate under similar circumstances.

Uma rápida análise do dispositivo legal norte-americano nos permite verificar o dever de lealdade e diligência ao se estipular que a conduta do administrador deve, obrigatoriamente, ser permeada de boa-fé - administradores agindo de maneira justa e honesta, isentos de interesses outros que não os da própria companhia e visando o seu melhor interesse.

O administrador acredita que está agindo da melhor maneira, empregando os melhores esforços na busca do fim social, afastando as situações em que haja conflito de interesses ou suspeitas de lucro ou vantagem pessoal. Ele emprega o mesmo cuidado que outra pessoa teria em situação semelhante. Sua posição relativa dentro da empresa é um fator *relevante* e que deverá ser considerada na análise de uma decisão específica, levando-se em consideração fatores como urgência, importância, repercussão e gravidade da decisão a ser tomada.

---

[40] HAMILTON, Robert W. **The law of corporations**. 5 ed. St. Paul, Minn: West Group, 2000.

O caso *Francis v. United Jersey Bank*[41] é um exemplo didático para comprovar a importância do dever de diligência dos administradores e a repercussão pessoal que esse dever pode tomar quando o administrador deixa de atuar de acordo com suas funções. O caso trata de uma viúva cujo marido era administrador de uma corretora de resseguros. Com sua morte, a viúva passa a desempenhar o papel de administradora, mesmo não possuindo capacidade técnica e emocional para a gestão da empresa. Em razão disso, ela passa a ser negligente na gestão dos negócios, não analisando adequadamente os relatórios financeiros e de controle da companhia, o que resultou em uma supervisão falha dos negócios da sociedade.

Não bastando isso, investigações futuras revelaram que durante sua administração, somas consideráveis de recursos foram desviadas pelos seus próprios filhos. Esses desvios de recursos, mais tarde, foram entendidos como fator primordial dentro do processo de falência da empresa. Como consequência, foi proposta ação judicial de responsabilização pessoal da viúva, em razão de sua conduta negligente e omissiva na gestão dos negócios da companhia.

O julgado pautou-se no sentido de que argumentos como incapacidade técnica e estado de saúde não são elementos suficientes para comprovar ou justificar eventual isenção de culpa. Ao assumir as responsabilidades de conselheira, a administradora deveria estar ciente de que seria exigida uma capacitação compatível com a complexidade do cargo. Caso ela se julgasse inadequada, a melhor decisão deveria ter sido seu pedido voluntário de desligamento.[42]

Entende-se que a responsabilização de um administrador não pode decorrer da sua mera condição de membro de um órgão da empresa. O nexo causal entre omissão e dano deve ser demonstrado para que haja responsabilização[43] e foi exatamente isto que ocorreu naquele caso.

---

[41] PARENTE, **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas.**

[42] Essa decisão corrobora a natureza *orgânica* da relação entre administradores e empresa, uma vez que os administradores são *nomeados* para o cargo e a relação só se estabelece mediante a *aceitação*, que é absolutamente voluntária. Os poderes dos administradores decorrem da lei e do estatuto passando a serem elementos fundamentais na sociedade, por meio do qual a companhia se expressa e vincula terceiros em seus relacionamentos.

[43] "From a planning perspective, the opinion in Francis offers useful guidelines as to what every director should do: 1. get rudimentary understanding of the business; 2. keep informed about the corporation's activities; 3. engage in a "general monitoring of corporate affairs and activities"; 4. attend

Por outro lado, prejuízos decorrentes de decisões regulares, fundamentadas e de boa-fé não deveriam ser imputados pessoalmente aos administradores. Essa é a base do *business judgement rule*, regra desenvolvida por tribunais norte-americanos e que possibilita aos administradores livre atuação dentro de certos limites, permitindo que eles avaliem a conveniência e oportunidade de determinadas decisões visando sempre o fim social da companhia.

Segundo os princípios de governança corporativa delimitados pelo *American Law Institute*, "*the business judgement rule has offered a safe harbour for director or officer who make honest, informed business decisions that they rationally believe are in the best interests of their corporations"*.[44]

O *business judgement rule* funciona como verdadeiro limitador da atuação do judiciário, estabelecendo que os administradores tenham liberdade de gestão e que suas decisões empresariais não serão revistas, tão pouco serão pessoalmente demandados, caso posteriormente essas decisões revelem-se infelizes ou inadequadas.

A regra visa fornecer segurança jurídica às decisões tomadas de maneira diligente, embasada e de boa-fé, estimulando que os administradores assumam riscos inerentes à gestão dos negócios, sem a preocupação de serem pessoalmente demandados por decisões que pareciam ser as mais adequadas dentro do contexto em que foram tomadas.

A aplicação do *business judgement rule* pressupõe o julgamento diligente da questão específica. Ele não é aplicável em situações de negligência e possui alguns pré-requisitos:[45]

a) Deve haver uma decisão, mesmo que esta seja no sentido da abstenção. O *business judgement rule* poderá ser utilizado para analisar ações, condutas tangíveis e não condutas omissivas;

---

board meetings regularly; 5. review financial statements regularly; and 6. make inquiries into doubtful matters, raise to apparently illegal actions, and consult counsel and/or resign if corrections aren't make." (CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 125-6)

[44] THE AMERICAN LAW INSTITUTE. **Principles of corporate governance:** analysis and recomendations. Vol.1. St. Paul, Minn.: American Law Institute Publisher, 1994, p.199-200.

[45] PARENTE, **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**, p. 74.

b) Não poderá ser verificado interesse conflitante, como situações de lucro ou vantagem pessoal. A aprovação de uma transação realizada pela maioria de administradores independentes, que não possuam conexão pessoal com o assunto em pauta é mais uma garantia da aplicabilidade do *business judgement rule;*[46]

c) a regra somente será aplicável quando o administrador cumpre com seu dever de se informar, ou seja, quando a decisão é tomada com base em estudo aprofundado e embasado da matéria em questão.

Estarão, assim, aptas a desfrutar dos benefícios do *business judgement rule* todas aquelas situações em que se discute o cumprimento por parte dos administradores do dever de diligência. Essas situações devem decorrer de um processo decisório claro e não de mera supervisão - que, via de regra, não é elegível na regra em questão.

O caso *Kamin v. American Express Company*[47] se apresenta como um interessante exemplo de como o *business judgement rule* deve ser aplicado, uma vez que sua decisão reflete o entendimento das cortes norte-americanas a respeito dos deveres dos administradores, bem como sobre a natureza e o propósito do *business judgement rule*.

O caso em questão trata da decisão que autorizou o pagamento “em espécie” de dividendos. De maneira geral, pagamentos de dividendos devem ser realizados em dinheiro, no entanto, companhias podem optar por outras formas de fazê-los. Os pagamentos “em espécie” normalmente representam ações da própria companhia, mas outros ativos poderiam ser distribuídos, como opções de ações ou ações de outras companhias.

Esse julgado trata da decisão dos administradores em distribuir ações da companhia *Donaldson, Lufken and Jenrette* - “DLJ”, investimento realizado pela *American Express* a US$ 15.30 por ação e que, após dois anos, teria se tornado US$ 2.05 por ação. O Conselho da *American Express* temia que, ao liquidar o investimento e

[46] BRODSKY, Edward apud PARENTE, **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas.**

[47] MACEY, Jonathan R. **The Iconic cases in corporate law**. St. Paul: Thomson West, 2008, p. 120.

reconhecer a perda de mais de US$ 25 milhões em seu balanço, esse fato pudesse causar efeitos adversos às ações da companhia, possibilitando danos significativos na sua imagem e redução de seu valor de mercado.

A venda das ações significaria registrar uma perda grande para os padrões da época. Tal perda, no entanto, permitiria à companhia um ganho de cerca de US$ 8 milhões em créditos tributários referente ao prejuízo verificado. Mesmo nesse cenário, os Conselheiros da *American Express* decidiram realizar pagamento de dividendos em ações da *DLJ*, não reconhecendo, assim, a perda que esse investimento significou.

Essencialmente, esse caso demonstra uma manobra contábil possível na época, que permitiu à *American Express* não reconhecer a perda e abrir mão de um ganho tributário, mesmo estando os Conselheiros da empresa cientes de que a decisão de "esconder" a perda teria efeitos financeiros significativos à Companhia.

Sem adentrar na polêmica dos aspectos contábeis, financeiros e econômicos que o caso envolveu,[48] é importante salientar que a decisão de distribuir os dividendos da empresa *DLJ* foi tomada por um Conselho em que apenas quatro de seus vinte representantes eram internos, ou seja, possuíam interesses diretos na decisão de distribuição dos dividendos. Todos os demais dezesseis eram conselheiros independentes, que não possuíam qualquer interesse pessoal em jogo.

O grande aprendizado do caso acima está em sua perfeita aderência à regra do *business judgement rule*,[49] uma vez que a resposta aos três níveis de compatibilidade comprova a existência de uma decisão diligente e informada:

1) A decisão tomada (distribuição de dividendos) é uma decisão puramente de negócio e cabível exclusivamente aos administradores?

2) Há indícios de negligência, decisão visando lucro ou vantagem pessoal, fraude ou má-fé dos administradores?

[48] Faz sentido o argumento de que essa contabilidade criativa preservaria a empresa de danos maiores? Faz sentido a justiça silenciar ao fato de que ao fazer isso a empresa enganou investidores por não demonstrar a sua efetiva situação financeira?

[49] Veja que o apelo da decisão favorável à *American Express* não está na defesa da decisão do Conselho (que, ao contrário, poderia ser duramente criticada e de forma plausível). O grande apelo está em não permitir a interferência do judiciário ou dos acionistas no processo decisório que deve caber apenas aos administradores da companhia.

3) O processo decisório foi embasado, tendo o Conselho entendido os detalhes e circunstâncias da operação, tomando uma decisão fundamentada?

Assim, o judiciário não poderia adentrar no mérito da questão e julgar se a distribuição de dividendos, da maneira como foi realizada, seria a melhor decisão de negócio a ser tomada naquele momento. Restou a ele verificar apenas a aderência ao *business judgement rule* e, nesse caso, negar qualquer ação que buscasse a responsabilização pessoal daqueles administradores.

3) O SEGURO D&O NO CONTEXTO SOCIETÁRIO DAS EMPRESAS

Os contratos de seguro D&O no Brasil se estruturam essencialmente da mesma forma em razão da forte regulação existente no mercado de seguros. Para aprovar um produto perante a SUSEP,[50] as seguradoras devem cumprir inúmeras exigências constantes em alguns normativos[51] do regulador, o que torna semelhante a formatação do produto.

De maneira geral, os contratos estão estruturados em definições/glossário; objetivo do seguro; garantias; extensões; exclusões e disposições gerais. Esses seis itens compõem a estrutura central do contrato, possuindo disposições essenciais para o entendimento do que se busca cobrir e as regras para que o segurado tenha um contrato coerente.

A contratação do seguro D&O se dá por meio da pessoa jurídica, sendo seus administradores os beneficiários da apólice. Assim, a companhia será a contratante do seguro, sendo ela a responsável pelo pagamento do prêmio,[52] pela comunicação à Seguradora sobre eventuais alterações de risco, mudanças societárias, oferta de valores mobiliários e tudo o mais que se relaciona à administração da apólice.

A contratação da apólice sempre ocorre por meio de um corretor de seguros. Há, hoje em dia, corretores especializados no seguro D&O que auxiliam a empresa a contratar o desenho de coberturas mais adequado às suas necessidades. Esse processo se inicia com o preenchimento de um questionário de risco que contempla perguntas como histórico de processos contra os administradores, contra a empresa e de expectativa de futuras reclamações. Com base no questionário e nas informações financeiras dos dois últimos exercícios, a seguradora analisará o risco,

[50] SUSEP significa “Superintendência de Seguros Privados” e é o órgão regulador do mercado de seguros.

[51] Como exemplo dessas exigências, é possível citar a circular 256 que “Dispõe sobre a estruturação mínima das Condições contratuais e das Notas Técnicas Atuariais dos Contratos de Seguros de Danos e dá outras providências”. Lá estão regulamentados e padronizados os principais aspectos de um contrato de seguros.

[52] *Prêmio* significa o valor pago pelo seguro, normalmente referente a doze meses de cobertura, podendo ser cobrado à vista ou parcelado, conforme política de cada seguradora.

estipulando o custo do seguro (prêmio) e os termos, condições e exclusões para o caso em questão.

Tomadores[53] domiciliados no Brasil devem contratar cobertura local, uma vez que a contratação de seguros no exterior é restrita às hipóteses previstas na Lei Complementar 126, de 15 de janeiro de 2007, e no art. 6º da Resolução CNSP N. 197, de 16 de dezembro de 2008. A legislação é clara ao estipular os ramos para os quais se pode buscar a contratação de uma apólice no exterior. O D&O não possui esta prerrogativa , o que exige que a sociedade brasileira que pretenda tal cobertura deverá buscá-la em território nacional.[54] Multinacionais presentes em território brasileiro, caso busquem a proteção para seus administradores em razão das variadas exposições locais perante as leis brasileiras, devem fazê-lo mediante uma apólice emitida no Brasil. Coberturas mundiais de programas de seguros emitidos no exterior não possuem validade em território nacional no que diz respeito a um eventual pagamento de indenização.

O pagamento do prêmio poderá ser realizado em moeda estrangeira apenas nas situações previstas na Circular SUSEP 392, de 16 de outubro de 2009, ou seja, apenas quando o tomador do seguro emite certificados de depósito de ações ou títulos de dívida no exterior.

Apesar de denominado “Seguro de Responsabilidade Civil” de administradores, o *D&O* extrapola o aspecto civil, oferecendo cobertura para outras responsabilidades como, por exemplo, as de cunho trabalhista ou criminal. O seguro também extrapola o conceito de responsabilidade civil, sendo aquela em que se verifica um prejuízo ao terceiro, cobrindo, em algumas circunstâncias, prejuízos do próprio tomador do seguro – por exemplo, danos decorrentes de situações de crise.[55]

---

[53] *Tomador* é a linguagem utilizada nas apólices para fazer referência ao contratante.

[54] FARIA, Clara Beatriz Lourenço de. **O seguro D & O como instrumento de proteção patrimonial dos administradores de sociedades limitadas e anônimas**. São Paulo: Almedina, 2011, p. 73.

[55] Alguns contratos oferecem cobertura de “crise” que nada mais é que uma verba definida na especificação do seguro destinada a mitigar situações de crise, como recall, queda de faturamento, perda de um executivo, etc. A empresa contratante do seguro recebe este valor que deve ser destinado à contratação de assessorias especializadas em mitigar estes efeitos de crise.

Também é importante mencionar que uma apólice de D&O é estruturada a “base de reclamações” – *claims made*. Isso significa que estarão cobertos apenas processos ou investigações reclamados na vigência da apólice, não importando a data da origem do fato gerador ou ato danoso que desencadeou a investigação ou processo. Isso ocorre porque as seguradoras normalmente concedem retroatividade ilimitada para qualquer ato ou fato potencialmente danoso anterior a contratação da apólice, e que poderá gerar reclamações durante a vigência do seguro.

Assim, no momento da contratação ou renovação do seguro não poderá haver reclamações pré-existentes. Essas não serão objeto de cobertura, por já serem de conhecimento do segurado. Cobrir tais processos iria contra a própria lógica do seguro de prover cobertura a eventos incertos e imprevisíveis. Por ser uma apólice a base de reclamações, o segurado deverá ser muito diligente em acompanhar o surgimento de processos ou investigações contra os administradores e avisá-los-á seguradora, assim que possível, durante a vigência da apólice.

Caso o segurado opte por não renovar o contrato ou por mudar de seguradora que não aceite todos os termos e condições existentes na apólice anteriormente contratada, terá ele direito aos prazos complementar e suplementar. Esses prazos não significam extensão de vigência. São apenas prazos adicionais para a apresentação de reclamações decorrentes de fatos geradores ocorridos durante o período de vigência da apólice ou durante a sua retroatividade, quando existente. Durante o prazo complementar, poderá o segurado contratar um prazo suplementar, de no mínimo um ano, que se estenderá por mais um período o prazo existente para a apresentação de reclamações.

3.1) Nomenclaturas do seguro[56]

Em Definições/Glossários, existe uma série de nomenclaturas que serão utilizadas no restante do contrato. Ao serem citadas em garantias, extensões e exclusões, elas podem determinar a abrangência de uma cobertura, sendo, em muitos casos, o delimitador entre o que está coberto e o que não é passível de cobertura. De maneira mais incisiva, palavras definidas no glossário, e que se encontrem na seção de "exclusões", trarão a exata extensão do que se busca excluir.

Na parte de "garantias", os contratos de D&O no Brasil refletem o praticado internacionalmente ao delimitar três garantias essenciais: Garantias "A", "B" e "C" (*Side A Coverage*, *Side B Coverage* e *Side C Coverage*). No entanto, ao contrário da prática internacional verificada principalmente nos EUA e Inglaterra, a dinâmica de utilização dessas garantias no Brasil é um pouco diferente.

Naqueles países, falamos que a apólice de D&O é essencialmente *Side B*, ou seja, trata-se de uma apólice de reembolso, uma vez que a empresa normalmente tem a obrigação de indenizar seus administradores. No mercado internacional, principalmente quando as empresas possuem exposição nos Estados Unidos, existe aplicação de franquia para essa garantia "B".

A obrigação de indenização dos administradores por parte da companhia encontra-se, por exemplo, claramente delimitada na legislação de cada estado nos EUA.[57] Assim, o *Side A*, que determina a indenização direta aos administradores, só poderia se aplicar em situações de impossibilidade legal[58] de a companhia cumprir com sua

[56] O estudo das nomeclaturas, bem como a análise dos aspectos societários do próximo capítulo levaram em consideração a análise de modelos de contratos utilizados pelas sete maiores seguradoras atuantes no mercado de D&O no Brasil. Estatísticas de mercado são facilmente obtidas no site da SUSEP: http://www2.susep.gov.br/menuestatistica/SES/premiosesinistroS/Aspx?id=54. No ano de 2012, considerando apenas o ramo 0310- R.C. Administradores e diretores – D&O, obtem-se que Itaú, Zurich, AIG, ACE, Chubb, Liberty e Allianz são os maiores produtores do mercado, correspondendo a cerca de 90% dos prêmios de seguros do ano em questão.

[57] Verificar seção 145 do *Delaware General Corporate Law* (DGCL §145). Disponível em: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc04/> Acesso em: 30 maio 2013.

[58] Interessante a leitura do parágrafo "G" da seção 145 do *DGCL*: "A corporation shall have power to purchase and maintain insurance on behalf of any person who is or was a director, officer, employee or agent of the corporation, or is or was serving at the request of the corporation as a director, officer,

obrigação de assistência aos seus executivos ou, ainda, naquelas situações de insolvência e/ou falência do tomador, quando, por razões óbvias, a indenização por meio da companhia ficaria impossibilitada.

Quando transportamos essa situação para o Brasil, percebemos que as garantias "A" e "B" se transformaram em fluxos de pagamento distintos. No primeiro caso, a Seguradora será obrigada a indenizar diretamente os administradores pelos custos de defesa, acordos, indenizações ou demais prejuízos cobertos pela apólice, desde que tais valores não tenham sido objeto de indenização por parte da própria empresa. No Brasil, normalmente, não há aplicação de franquia para nenhuma dessas garantias.

Na hipótese em que a própria empresa tomadora do seguro indeniza seus administradores, adiantando assim os valores passíveis de cobertura, a maneira de acionar a apólice será via cobertura "B", a qual prevê o reembolso à tomadora dos valores previamente pagos aos administradores. As duas coberturas se sobrepõem, posto que se referem aos mesmos riscos, representando duas formas de liquidação das mesmas responsabilidades.

A cobertura "C", por sua vez, não sofreu qualquer alteração e corresponde ao praticado no mercado internacional. Por meio dela, a apólice de D&O vai além da proteção aos administradores, passando a proteger a pessoa jurídica do tomador do seguro no que se refere a um eventual descumprimento de leis ou normas reguladoras de comercialização de valores mobiliários. Para essa garantia, normalmente há aplicação de franquia.

Assim, para as empresas de capital aberto, percebe-se a importância de tal cobertura, uma vez que ações movidas pela Comissão de Valores Mobiliários ou até mesmo ações individuais que busquem ressarcimento de prejuízos a acionistas ou terceiros prejudicados podem encontrar amparo nessa garantia.[59]

---

employee or agent of another corporation, partnership, joint venture, trust or other enterprise against any liability asserted against such person and incurred by such person in any such capacity, or arising out of such person's status as such, whether or not the corporation would have the power to indemnify such person against such liability under this section."

[59] Medidas cautelares propostas por acionistas contra a empresa visando, por exemplo, a suspensão de uma oferta de valores mobiliários; processos administrativos em âmbito da BMFBovespa movidos contra empresas listadas em razão de alguma violação de regras de comercialização de seus valores

3.2) Importância das definições

Em Definições/Glossário estão localizados os termos técnicos utilizados no contrato com as suas respectivas definições. Essa seção é importante, uma vez que nem sempre os termos ali utilizados estão fazendo referência ao seu exato significado - cada seguradora pode dar a sua definição a características específicas, ampliando ou restringindo o escopo de significado de acordo com a sua intenção de cobertura.[60]

Normalmente, as seguradoras consideram como o objetivo do seguro o pagamento das perdas – ou do prejuízo financeiro – do segurado, decorrente de quebra de obrigação, de dever estatutário, negligência, erro, ato ou omissão culposa, que gere um processo ou investigação contra os administradores (o que se configuraria no que se chama de *reclamação*).

Essas três definições – perdas, segurado e reclamação –, fazem parte do escopo central do seguro, sendo necessário o enquadramento da situação concreta nestas três situações para que ela seja considerada *sinistro*.[61] Assim, essas e outras definições relevantes serão objeto de estudo e, para efeito de amostragem, foram analisados os contratos de seguro das maiores seguradores atuantes no mercado brasileiro.

---

mobiliários ou até mesmo ações individuais movidas por fornecedores ou credores em razão de fraude em balanço, podem ser objeto de cobertura caso a empresa decida pela contratação da Cobertura “C”, que é oferecida, exclusivamente, às empresas sujeitas a regras de transação de seus valores mobiliários.

[60] Com exceção de definições como apólice a base de reclamações, data limite de retroatividade, limite máximo de garantia, limite agregado, notificação, prazo complementar e prazo suplementar, que possuem definição em conformidade com a Circular Susep 336/2007.

[61] *Sinistro* é a ocorrência de um evento danoso acidental e imprevisto que afeta o segurado. Sinistro não significa evento coberto. Para que haja cobertura, o sinistro em questão deve respeitar todas as condições contratuais como retroatividade e exclusões. Por exemplo, pode haver um processo judicial contra um administrador que o faça incorrer em custos de defesa. Há, assim, os três conceitos essenciais para configurar um sinistro: reclamação, segurado e perda. No entanto, se este processo for anterior à contratação do seguro, ou não versar sobre atos de gestão, não haverá cobertura. Fala-se, assim, de um sinistro não coberto.

3.2.1) Controlada e/ou subsidiária

Os conceitos de *controlada*, *coligada* e *subsidiária* são importantes para os contratos de D&O, uma vez que os administradores de cada uma delas possuirão tratativas diferenciadas quanto ao âmbito de cobertura da apólice.

Sociedade *coligada* é aquela em que existe uma participação de 10% ou mais do capital social da outra, sem controlá-la. *Controlada* é a sociedade na qual a investidora possui, direta ou indiretamente, direitos de sócio que lhe assegurem de modo permanente a preponderância nas deliberações sociais e a possibilidade de se eleger ou destituir a maioria de seus administradores. Caso haja acordo de acionistas, também haverá controle se o bloco detiver os direitos e prerrogativas mencionados.[62] A subsidiária integral, ou seja, aquela em que a investidora é o único acionista, também é considerada *controlada*.

Assim, em um contrato de D&O, a definição de *subsidiária* estará em linha com aquela presente no normativo CVM, que aborda o direito de nomear a maior parte dos Conselheiros ou da Diretoria, quando não houver um Conselho de Administração, além da menção quantitativa do percentual de ações - metade ou mais do capital social ou votante para caracterizar controle.

Importante ressaltar que acordos de acionistas podem ter como consequência a extensão automática de cobertura a todas as companhias que, por meio de acordo, possuam o direito de nomear ou destituir a maior parte de seus administradores. Nesse sentido, analisando o caso concreto, poderia haver uma sociedade *coligada* que, por força desse dispositivo, se tornaria uma *controlada* ou *subsidiária* nos termos da apólice. Gestoras de recursos, em qualquer de suas modalidades, em especial aquelas de *Private Equity* e suas variações (*Seed Capital*, *Venture Capital* etc.) devem prestar especial atenção ao disposto nessa definição, uma vez que um investimento de alto risco, controlado por acordo poderá estar integralmente coberto na apólice da gestora. *Holdings* de participações também devem se atentar a esse dispositivo, uma vez que uma participação minoritária, mas que esteja vinculada a um acordo de controle, pode significar cobertura integral às operações da investida.

[62] Instrução CVM No 247, de 27 de março de 1996.

A definição de *controle* encontrada da Lei 6404, de 1976, ainda estabelece haver controle quando uma empresa usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da sua entidade. Essa situação se encaixa perfeitamente à realidade empresarial recente, uma vez que se tornaram comuns empreendimentos na forma de *joint venture* em que a participação dos acionistas normalmente é dividida em partes iguais, não havendo, em sentido estrito, controle. Nesse sentido, uma definição de *subsidiária* ou *controlada* deveria também abarcar esse tipo de situação, provendo cobertura a empresas em que haja uma gestão operacional clara de um dos sócios.

Em um contrato de D&O, as subsidiárias possuem cobertura automática, sendo apenas necessária a comprovação de sua existência no momento do preenchimento de questionário de risco. Em caso de sinistro, ao se verificar a condição de subsidiária, deve-se aplicar todos os termos, condições e exclusões contratuais aos administradores que atuam nessas empresas controladas, sem qualquer diferenciação.

O mesmo não ocorre com as coligadas. Neste caso, fala-se de um investimento específico da empresa que contrata o seguro, em percentuais que podem variar muito. A extensão de cobertura a essas empresas vai depender do interesse do contratante do seguro, podendo haver duas alternativas: (i) Cobertura como se a empresa fosse uma subsidiária, ou seja, para todos os seus administradores. Para que isso ocorra, deverá haver menção expressa às empresas na especificação da apólice.[63] (ii) Cobertura apenas para alguns administradores específicos, normalmente indicados pela contratante em razão do seu percentual de participação acionária na companhia. Essa é a alternativa mais utilizada, uma vez que a empresa contratante busca garantir a proteção do seu executivo por ela indicado para atuar na empresa coligada.

Normalmente, as definições de subsidiárias trazem uma questão temporal que pode ser polêmica. Alguns contratos definem que subsidiárias serão aquelas claramente identificadas antes do início de vigência da apólice. Posteriormente ao início de

[63] Especificação do seguro é um documento integrante da apólice onde estão particularizadas as características do contrato. Lá são encontradas informações como o nome do contratante, coberturas, extensões e exclusões aplicáveis, sublimites e franquias.

vigência, existirá a extensão de “novas subsidiárias” para prover cobertura nessas situações. Na cláusula de “novas subsidiárias”, há menção à “aquisição” ou “obtenção” de direitos ou participação que possibilitem o controle. Essa situação deverá ocorrer durante a vigência da apólice. Nela, onde se encaixaria uma empresa fruto de um *spin-off* durante a vigência da apólice? Em um contrato tomado “ao pé da letra”, a empresa não seria considerada uma subsidiária (por não existir antes do início de vigência) nem uma “nova subsidiária” (nas situações em que o contrato de seguro define apenas “aquisição” como forma de constituição de uma subsidiária”). Assim, as empresas precisam ficar atentas a esse tipo de situação, com o objetivo de solicitar cobertura expressa à seguradora, para se evitar qualquer discussão futura em caso de sinistro.

Por fim, relacionado ainda ao tema da controlada ou subsidiária, são poucos os contratos que definem os impactos de cobertura quando verificada a perda de condição de uma subsidiária. Isso ocorre quando, durante a vigência do seguro, há a troca de controle da subsidiária, normalmente ocorrendo por meio da venda de mais de 50% do capital social da empresa ou da aquisição da maior parte das suas ações, seja por meio de acordo de acionistas ou não.

Os exemplos mais cotidianos são os de venda efetiva de uma subsidiária, passando a existir um novo controlador. Nesses casos, como deveria responder uma apólice de D&O?

A cobertura para a empresa em questão existe apenas enquanto essa é considerada uma controlada ou subsidiária nos termos da apólice. Ou seja, atos praticados até a transferência do controle são passíveis de cobertura, o que não ocorreria para atos posteriores. A mesma situação ocorre quando, durante a vigência da apólice, há a aquisição de um ativo incorporado à estrutura societária da empresa como sendo uma nova subsidiária. Nesse caso, apenas atos praticados em momento posterior à data de aquisição estarão cobertos. É de extrema importância que essa previsão esteja clara no contrato de D&O, seja na definição de subsidiária, seja na cláusula de alteração de risco, uma vez que ela garantirá a cobertura para os atos praticados até a venda do controle - enquanto a apólice da antiga controladora existir -, ou durante os prazos complementar ou suplementar, se a cobertura deixar de ser contratada.

Quando essa previsão não está clara na apólice, prevalecerá o entendimento de que a perda de condição da subsidiária gera um *run off* de cobertura[64] apenas para essa empresa, aplicando-se o prazo complementar imediatamente posterior à venda do controle. Nesse caso, os administradores estarão amparados por um período de tempo limitado máximo de três anos.[65]

3.2.2) Custos de defesa

A definição de custos de defesa é importante, uma vez que esse é o prejuízo financeiro mais frequente dos administradores. Diretores jurídicos, financeiros, que tenham relação com os investidores, gerentes de RH, diretores de seguradora ou supervisores de plantas, são exemplos de profissionais constantemente demandados a responder processos em razão da posição de gestão que exercem. Muitos desses casos não possuem qualquer fundamento legal para prosperar. No entanto, caberá a eles o ônus de se defenderem.

Em uma definição de custos de defesa, devem constar os custas, encargos e honorários advocatícios de livre escolha do segurado na defesa de seus interesses. Algumas seguradoras deixam claro que honorários de assistentes técnicos e periciais também estão incluídos no escopo de cobertura. Para se evitar perda de direitos, antes de contratar o serviço, o segurado deve buscar sempre a prévia anuência da seguradora.

Garantias do juízo de maneira ampla - caução judicial, depósitos recursais e fiança criminal – costumam ser parte de uma definição de “custos de defesa”, dados os possíveis desdobramentos de um processo judicial. Mesmo que não expressamente mencionados na definição o conceito de custas e encargos usualmente são interpretados de maneira ampla.

---

[64] *Run off* significa a descontinuidade de cobertura, estando cobertos apenas os atos praticados até a data da referida operação.

[65] Imaginando-se que o presidente da subsidiária é acionado em ação de caráter ambiental seis anos após a venda da companhia, decorrente de negligência praticada em momento imediatamente anterior à sua venda, no momento que a seguradora receber o processo, caso não haja a menção clara de que os atos praticados até a venda do controle estariam amparados, o segurado estará desprovido de cobertura. Isso ocorrerá, pois a ação judicial surgiu apenas muitos anos depois do fato gerador, quando o prazo complementar obrigatório já se encontra decorrido.

3.2.3) Perda ou prejuízo financeiro

O conceito de “Perda” ou “Prejuízo Financeiro” é central em um contrato de D&O, uma vez que ele delimita o quê se busca cobrir. Normalmente, os contratos incluem nesse conceito os custos de defesa, acordos judiciais ou extrajudiciais e indenizações pagas pelo segurado decorrentes de uma reclamação[66] ou investigação.

Muita polêmica envolveu o mercado quanto ao pagamento dos primeiros termos de compromisso celebrados por administradores com a CVM, em grande parte por haver inicialmente o entendimento – principalmente por parte de resseguradores estrangeiros – de que esses termos deveriam ser enquadrados na cobertura de “multas e penalidades”.

Desde cedo, no entanto, o mercado segurador brasileiro corroborou a natureza de acordo desses termos, cobrindo-os sem questionamentos. A dúvida sobre a cobertura permanecia apenas no âmbito de resseguro.[67] Assim, para se evitar novas controvérsias, hoje em dia é possível encontrar contratos que claramente mencionam o termo de compromisso ou termo de ajustamento de conduta como prejuízo coberto.

Alguns contratos estipulam de maneira muito clara também o que não se enquadra como “perda”. Normalmente, verbas trabalhistas, multas e penalidades, impostos, garantias pessoais e despesas de despoluição ou descontaminação estão excluídos do conceito. Cobertura para alguns destes eventos, normalmente, é possível por meio de contratação de extensões específicas.

Dentre estes eventos listados, merece destaque e exclusão, agora absoluta, de “multas e penalidades”, da definição de “perda” ou “prejuízo financeiro”. As apólices de D&O historicamente sempre incluíram esta cobertura, permitindo o pagamento das multas decorrentes de ilícitos culposos, de caráter compensatório ou origem contratual.

---

[66] *Reclamação*, para a apólice, significa um processo judicial ou uma investigação. Essa definição será discutida em detalhe nas próximas páginas.

[67] *Resseguro* é o “seguro” do seguro. Normalmente as companhias seguradoras repassam parte de seu risco ao mercado ressegurador limitando, assim, suas perdas em eventuais sinistros.

Sempre houve vedação expressa ao pagamento de qualquer indenização que derive de ilícitos dolosos. Mais especificamente, os contratos de D&O vedavam o pagamento de multas e penalidades impostas em razão de dolo, fraude, sanção penal e, por vezes, decorrentes do descumprimento ou violação de normas e leis tributárias. Estavam, assim, em linha com o próprio Código Civil, em seu art. 762 que delimita que “será nulo o contrato para garantia de risco proveniente de ato doloso do segurado, do beneficiário, ou de representante de um ou de outro”.

No entanto, em razão da sua atividade de supervisão e fiscalização a SUSEP - órgão regulador do mercado de seguros - determinou que as seguradoras retirassem tal possibilidade de cobertura, sob a alegação de que a sua comercialização “neutraliza o objetivo da multa”.

Esqueceu o regulador que a função do contrato de seguro D&O é propiciar ao administrador uma maior segurança em seu processo decisório, transmitindo a ele um conforto de que decisões tomadas de boa-fé, mas que causem danos inesperados, não resultará em danos desproporcionais a quem assumiu os riscos da operação empresarial. É inerente ao mundo dos negócios a geração de riscos, uma vez que tais atividades estão sujeitas a inúmeras regras e regulamentações de diferentes órgãos de supervisão. Uma mesma operação pode estar sujeita a regras de CVM, BACEN, AMBIMA, além de ambientes auto-regulados, que pode gerar responsabilização independente do cuidado tomado no processo decisório.

Neste cenário, a imposição de uma multa é uma conseqüência de uma conduta do segurado. Proibi-la de maneira ampla significa não analisar se o administrador cercou-se de todos os cuidados na prática dos atos que levaram à penalização. Uma análise criteriosa deste estágio anterior poderá facilmente revelar se a multa foi decorrente de culpa - se o administrador foi diligente em sua conduta - ou dolo eventual ou até mesmo culpa grave – se o administrador não se cercou dos cuidados mínimos necessários em sua tomada de decisão e, mesmo assim, assumiu os riscos de penalizações existentes.

Assim, peca a proibição do regulador em não respeitar a possibilidade da contratação de cobertura securitária para garantir interesse legítimo do segurado, conforme art. 757 do Código Civil “Pelo contrato de seguro, o segurador se obriga,

mediante o pagamento do prêmio, a garantir interesse legítimo do segurado, relativo a pessoa ou a coisa, contra riscos predeterminados".

Assim, é legítima a cobertura de atos ilícitos em um contrato de seguro, caso contrário, não poderíamos hoje ter formas básicas de proteção patrimonial, como no caso de automóveis, que cobrirá exatamente um dano decorrente de um ato ilícito. A medida da cobertura, como já delimitado anteriormente, estará em aferir a conduta do segurado, cobrindo sempre os danos decorrentes de atos culposos e excluindo de modo absoluto aqueles decorrentes de atos dolosos.

3.2.4) Poluição, poluente e danos ambientais

Essa definição, que nem sempre remete a sua tradução semântica, quando analisada em conjunto com a extensão de "Danos Ambientais", disponibiliza inúmeras possibilidades de cobertura. Por essa razão, essa definição será a única a ser analisada simultaneamente com a extensão de cobertura que leva o mesmo nome.

A maior parte dos contratos disponíveis no mercado brasileiro cobre apenas danos ambientais decorrentes de um evento de poluição. Essencialmente, o evento de poluição será um episódio ou acidente ambiental que gere o lançamento de poluente nas águas, no ar, no solo, na fauna e/ou na flora, ocasionando o dano ambiental. São episódios de contaminação por meio de compostos químicos, gases ou outros elementos que ultrapassam os níveis toleráveis em conformidade com a legislação vigente.

Assim, é recorrente a definição de dano ambiental que remete à "geração, transporte, emissão, descarga, liberação, armazenamento ou disposição de poluentes ou substâncias poluentes" ou "degradação do meio ambiente ou da qualidade ambiental decorrente de escape, disposição efetiva na água, solo ou atmosfera de substâncias poluentes".

Poluição é uma das formas possíveis de se causar um dano ambiental. Esse, por sua vez, é mais amplo e pode decorrer de outras situações que não um evento de poluição, como um desmatamento de uma floresta, ou a alteração da fauna de um

rio em razão de uma barragem de hidroelétrica. No entanto, a definição normalmente encontrada se restringe apenas à poluição ambiental, sendo necessário analisar os contratos de maneira cuidadosa para extrapolar seu conceito.

Mais dificuldade poderá ser encontrada para se estender o escopo de cobertura para incluir despesas de restauração e/ou compensação ambiental –que, muitas vezes, é tratado como despesas de "despoluição" ou "descontaminação". A maior parte do mercado segurador, não oferecerá essa amplitude de cobertura.

A prática de atividades não autorizadas ou não licenciadas poderia ser interpretado como risco inerente a esta modalidade de seguro, uma vez que pode decorrer de uma negligência do administrador. Trata-se de um ato – ou omissão – de gestão que pode ter inúmeras repercussões quando verificada a culpa do administrador. Algumas seguradoras deixam essa circunstância expressa em sua definição, o que não prejudica o conceito geral de que tal situação – erro, omissão ou negligência em não se conseguir as devidas licenças ambientais – deve estar abarcada no conceito de fato gerador da apólice.

3.2.5) Notificação

Essa definição normalmente causa muita confusão entre em empresas contratantes, uma vez que diferentes seguradoras usam o mesmo termo para definir aspectos distintos. Essa confusão sempre esteve presente no seguro D&O, devendo-se principalmente às primeiras traduções de contratos ingleses e americanos para o mercado nacional.

Há nesses contratos cláusulas de *notification*, que obrigam o segurado a notificar uma reclamação[68] assim que possível (*notification of a claim*). As primeiras traduções incorporaram esse conceito à estrutura contratual vigente no Brasil, o que acaba por colidir com a definição de notificação regulada pela circular SUSEP 336, de 22 de janeiro de 2007,[69] art.17, a saber:

---

[68] Importante lembrar que *reclamação* aqui se refere a um efetivo processo judicial ou uma investigação contra os administradores da empresa.

[69] Circular 336 da SUSEP dispõe sobre a operacionalização das apólices de seguro de responsabilidade civil à base de reclamações (*claims made basis*).

> Art. 17. A CLAÚSULA DE NOTIFICAÇÕES, de oferecimento facultativo pela sociedade seguradora, deverá apresentar, pelo menos, as seguintes informações:
>
> I - que tais apólices cobrem, também, reclamações futuras de terceiros prejudicados, relativas a fatos ou circunstâncias ocorridos entre a data limite de retroatividade, inclusive, e o término de vigência da apólice, desde que tenham sido notificados pelo segurado, durante a vigência da apólice;
>
> II - que a entrega de notificação, à sociedade seguradora, dentro do período de vigência da apólice, garante que as condições daquela particular apólice serão aplicadas às reclamações futuras de terceiros, vinculadas ao fato ou à circunstância notificados pelo segurado;
>
> III - que, mesmo quando contratada a cláusula de notificações, esta somente produzirá efeitos se o segurado tiver apresentado, durante a vigência da apólice, a notificação relacionada ao fato, ou à circunstância, que gerou a reclamação efetuada pelo terceiro prejudicado; e
>
> IV - que as notificações deverão ser apresentadas tão logo o segurado tome conhecimento de fatos ou circunstâncias relevantes que possam acarretar uma reclamação futura por parte de terceiros, nelas indicando, da forma mais completa possível, dados e particularidades (...)

Essa circular define *notificação* como a possibilidade do segurado registrar perante à seguradora fatos ou circunstâncias potencialmente danosos.[70] Essas situações ainda não geraram processos judiciais ou investigações contra os administradores - reclamações usando a nomenclatura da apólice -, mas seria resguardado ao segurado o direito de notificar uma mera expectativa de sinistro. Esse procedimento garante ao segurado que as garantias oferecidas na apólice em questão serão aplicadas a futuros processos judiciais ou investigações contra os administradores, vinculadas ao fato ou à circunstância notificados por ele.

A grande confusão existente está em obrigar a notificação de expectativas durante a vigência da apólice. A comunicação dessas circunstâncias é facultativa por parte do segurado, sendo um direito e não uma obrigação. Assim, a notificação só pode

[70] Exemplo de situação potencialmente danosa seria um acidente ambiental de grandes proporções. É de se esperar que uma eventual investigação das causas do acidente, possa levar à responsabilização pessoal dos administradores da companhia em razão de alguma falha, erro ou negligência. Assim, uma primeira fase de inquérito contra a empresa para apuração de responsabilidades, pode levar a uma posterior denúncia de um administrador como responsável solidário pelos danos ambientais causados. Visando cobrir futuros processos judiciais decorrentes deste acidente, poderá o segurado notificar a apólice vigente. Se assim fizer, a apólice notificada será a responsável por arcar com as futuras perdas dos administradores. Se a empresa optar por não notificar o evento danoso, a apólice vigente na época do processo judicial – que pode ocorrer apenas depois de anos – será a responsável pelos prejuízos verificados.

ocorrer durante a vigência da apólice, enquanto que o aviso de uma reclamação pode ocorrer durante a vigência da apólice ou dos prazos adicionais de aviso, quando contratados.

3.2.6) Operação e alteração de risco

Encontrada em alguns clausulados, a cláusula de operação delimita situações de alteração de risco relevantes que geram o chamado *run off* da apólice. As seguradoras que não possuem o termo *operação* em seu glossário normalmente definem essa situação na cláusula de “alteração de risco”.

Uma operação ou alteração de risco normalmente ocorrerá quando a companhia passa pelas seguintes situações: (i) mudança de controle; (ii) alienação/venda de parte substancial de seus ativos; (iii) fusão; (iv) incorporação; (v) recuperação judicial; (vi) falência; (vii) intervenção ou; (viii) insolvência, dissolução ou liquidação.

Dessa forma, operação é uma definição “negativa”, à medida que, quanto mais amplas forem as situações descritas como *operação*, maiores são as chances e circunstâncias de descontinuidade de cobertura.

Há de se ressaltar, no entanto, que muitas das causas de alteração de risco gerariam, de qualquer maneira, descontinuidade de cobertura. Em situações como falência ou intervenção, existe a nomeação de um síndico e de um interventor, respectivamente. Essas figuras não possuem amparo na definição de segurado da apólice, significando que os atos por eles praticados não serão passíveis de cobertura, mesmo que a apólice continuasse vigente para novos atos danosos.

O mesmo ocorre com a fusão ou incorporação do tomador. No primeiro, temos a situação em que as empresas “A” e “B” se juntam para formar uma nova empresa “C”, com estrutura de controle diversa da existente anterior. No caso de incorporação, “A” seria incorporada por “B”, onde este será o novo controlador da companhia. Em ambos os casos, há uma mudança de controle que já estaria contemplada na previsão de “alteração de controle”.

Assim, sob o aspecto de escopo de cobertura, tais circunstâncias podem comprometer o amparo securitário de uma situação específica já que a definição de

alteração de risco, ao contemplar situações como venda substancial de ativos, recuperação judicial, insolvência, dissolução ou intervenção, provavelmente afetará cobertura para atos danosos praticados após os eventos acima listados.

3.2.7) Reclamação

Reclamação é a definição central da apólice de D&O, sendo considerada o "gatilho" que aciona as garantias, extensões e exclusões do seguro. Normalmente, ela é definida como o processo judicial, administrativo ou arbitral que imputa responsabilidades ao administrador. Há ainda a possibilidade de defini-la como um mero procedimento formal que solicite indenização pecuniária por danos causados a terceiros. Este item amplia o escopo da definição de reclamação para a chamada *written demand* do segurado.

Investigações, normalmente substancializadas por meio de inquéritos criminais ou administrativos, são também definidas como *reclamação*. Há contratos que definem como *reclamação* "quaisquer procedimentos relacionados ao exercício do poder de polícia". A administração pública possui poderes de fiscalização que são intrínsecos à sua atividade e que podem se iniciar com meros pedidos de esclarecimento. Dependendo da gravidade e complexidade das acusações e do interesse do segurado, poderia ele solicitar amparo aos custos de defesa já nesse momento.

Poucas seguradoras definem *reclamação* como procedimento administrativo, o que nos permite duas conclusões: (i) as que concedem querem efetivamente ampliar o escopo de cobertura, provendo amparo a qualquer resposta que precise ser dada ao poder público, sem que haja a necessidade de existir um inquérito ou processo administrativo; (ii) há uma imprecisão de conceitos nesses contratos, uma vez que procedimento e processo são coisas distintas. Todo processo é procedimento, mas a recíproca não é verdadeira. Apenas se for formulada alguma acusação ou exigido um contraditório, pode se falar em processo.[71]

Para o melhor entendimento dessas definições, é importante relembrar que a apólice de D&O é a "base de reclamações" – *claims made* – o que significa que a apólice que analisará o seguro em questão é aquela em que ocorrer a reclamação

[71] BACELLAR FILHO, Romeu. **Direito Administrativo**. São Paulo: Saraiva, 2005, p.79.

(processo judicial, administrativo ou arbitral que imputará responsabilização ao administrador).

A Circular 336 da SUSEP define que na apólice a base de reclamação é aquela em que (i) os danos ocorrem durante a vigência ou período retroativo, quando aplicável e; (ii) o terceiro apresenta a reclamação ao segurado durante a vigência da apólice e prazo complementar ou suplementar. Veja que a regra é a apresentação da reclamação ao segurado e não à seguradora. Assim, qual seria o prazo que o segurado teria para comunicar a reclamação à seguradora e ter os seus direitos resguardados?

O Código Civil estabelece em seu art. 771 que essa comunicação deve ocorrer com a maior brevidade, sem estipular prazo específico: “Sob pena de perder o direito à indenização, o segurado participará o sinistro ao segurador, logo que o saiba, e tomará as providências imediatas para minorar-lhe as consequências”.

O mesmo código estabelece ainda que o prazo prescreve em um ano, contado da data em que o segurado é citado para responder à ação ou pretensão dele contra a seguradora.

> Art. 206. Prescreve:
>
> § 1º Em um ano:
>
> II - a pretensão do segurado contra o segurador, ou a deste contra aquele, contado o prazo:
>
> a) para o segurado, no caso de seguro de responsabilidade civil, da data em que é citado para responder à ação de indenização proposta pelo terceiro prejudicado, ou da data que a este indeniza, com a anuência do segurador;

Assim, apesar da lei não estabelecer prazo específico para a comunicação da pretensão à seguradora, a previsão de prescrição coloca um prazo máximo para essa comunicação.

As empresas hoje são segmentadas em diversas áreas independentes, complexas, que nem sempre se comunicam na agilidade necessária. Não raro são os casos de processos contra administradores que se perdem dentro dos departamentos jurídicos das grandes empresas, e são encaminhados à seguradora apenas meses

após a data do efetivo conhecimento da reclamação pelo administrador ou pela companhia.

Imaginando-se um caso no qual a empresa receba a notificação de um processo em janeiro, mas apenas comunique a seguradora em julho, apesar do atraso na comunicação, a seguradora deverá analisar a reclamação normalmente, uma vez que a lei e os próprios contratos impõem a obrigação de avisar o sinistro “tão logo o segurado tome conhecimento deste”, ou seja, sem delimitar um prazo específico. No entanto, o desafio aparece quando, entre o conhecimento do segurado e o aviso à seguradora, ocorre o vencimento da apólice.

Caso o segurado tenha optado em permanecer na mesma seguradora, a renovação do seguro exige o preenchimento de um questionário de risco no qual ele é obrigado a declarar a existência ou não de sinistros e expectativas. Nesse momento, a empresa deveria se atentar à existência da reclamação e avisá-la à seguradora antes da apólice estar vencida. Se o segurado preencher o questionário apenas após o início de vigência da nova apólice, poderá ele ficar sujeito à perda de cobertura, uma vez que as circunstâncias conhecidas deverão constar expressamente nesse documento e as seguradoras normalmente condicionam a renovação à inexistência de sinistros ou ao seu aviso na apólice até então vigente.

Caso o segurado mude de seguradora, a possibilidade de negativa se torna ainda mais forte. A nova seguradora normalmente concederá retroatividade ilimitada para os atos ou fatos *desconhecidos*. Assim, quando ela receber o questionário com o sinistro ou até mesmo o efetivo aviso da reclamação, poderá alegar que o processo era conhecido no momento da contratação do seguro, portanto, não passível de cobertura.

Ainda é importante mencionar que os contratos de D&O devem prever cobertura para reclamações em âmbito de mercado de capitais para a empresa contratante do seguro. Normalmente, essa é a única cobertura para a pessoa jurídica dentro de um contrato de D&O e o seu escopo varia muito entre as seguradoras do mercado. De maneira geral, o objetivo é prover cobertura àquelas reclamações que alegam alguma violação de lei, norma ou regra de valores mobiliários pela empresa e seus administradores.

3.2.8) Segurado

Uma das principais características do seguro D&O é possibilitar cobertura a todos os administradores da empresa que se encaixem no conceito de “segurado” da apólice. Não há, assim, necessidade de nomear os administradores cobertos, uma vez que o que importa para fins de regulação de sinistro é a natureza do ato praticado - que deve envolver gestão – e a responsabilização dele decorrente. A apólice é assim estruturada para o próprio benefício do contratante, que não precisará se preocupar em ter uma listagem atualizada de administradores junto à seguradora.

Toda atividade empresarial é dinâmica e os quadros de funcionários de uma empresa variam com o passar do tempo. A ideia do seguro D&O é prover cobertura a todos aqueles que em algum momento realizaram atos de gestão dentro da empresa, sendo, portanto, passíveis de responsabilização pessoal independentemente do tempo que estiveram na companhia.

Por essa razão, as seguradoras normalmente disponibilizam apólices que amparam as administrações presentes, futuras e passadas. Um ex-administrador, por exemplo, deve contar com cobertura para os seus atos praticados enquanto ele exercia o cargo na empresa, mesmo que agora ele pertença a outra companhia. São comuns investigações sobre assuntos específicos ocorrerem apenas após alguns anos do fato gerador, quando o quadro de funcionários da empresa passou por algumas mudanças. Situações como essa estarão amparadas pela apólice da empresa, desde que ela esteja vigente no momento em que a reclamação surja. Esse é um dos motivos pelos quais é essencial que nunca haja descontinuidade de cobertura, com especial atenção à renovação das apólices sem qualquer espaço de interrupção de cobertura entre uma vigência e outra.

Segurado, para fins da apólice, deverá ter um duplo caráter: pessoa física, na figura dos administradores e pessoas jurídicas, apenas no que se refere à cobertura “C” ou *Entity Coverage*, momento em que a empresa terá cobertura na apólice de D&O.

Sob o aspecto de pessoa física, os contratos de D&O farão menção à *pessoa segurada*, *administrador* ou, simplesmente, *segurado*, ampliando o conceito apenas quando houver a cobertura para reclamações de mercado de capitais –incluindo aquela contra a própria empresa de capital aberto. Nesse sentido, normalmente os

contratos farão menção a “qualquer pessoa que foi, é, ou venha a ser membro do conselho de administração, conselho fiscal, diretoria ou qualquer outro órgão estatutário da companhia”. Um escopo mais amplo de cobertura seria aquele que descreve a possibilidade de cobrir qualquer pessoa que seja membro de qualquer outro conselho ou comitê – de maneira genérica e não apenas os estatutários – para, por exemplo, amparar os membros pertencentes aos comitês de assessoramento. O Conselho de Administração possui autonomia na criação desses comitês, que podem ser transitórios e não serão necessariamente reconhecidos em estatuto.

Com o passar do tempo, o conceito de amparar apenas *Directors and Officers*, ou seja, membros do conselho de administração e diretores executivos se ampliou a ponto de cobrir qualquer empregado com poder de gestão. A ideia é proteger todos aqueles que podem ser pessoalmente demandados em razão de suas atribuições dentro de uma empresa.

Assim, empregados com poderes de gestão, com ou sem procuração, poderão ter amparo na apólice. Há possibilidade, inclusive, de se cobrir qualquer empregado que não possua poder de gestão, nem procuração, mas que tenha contribuído para a ocorrência do ato danoso ou que possa vir a ser corresponsabilizado pelo ato. São poucas as seguradoras que chegam a essa amplitude do conceito.

Há ainda algumas apólices que delimitam expressamente cobertura para o “advogado empregado” no exercício de sua profissão. Não raro, esses advogados possuem poderes de representação e apenas por esse motivo já deveriam ser equiparados aos demais administradores, sem a necessidade de menção expressa.

No entanto, há contratos que delimitam cobertura para esses advogados caso atuem dentro das atribuições a eles conferidas, havendo restrição quanto à origem das reclamações, que só poderão ser feitas por terceiros. Aqui, é importante separar o risco da falha profissional - decorrente de uma ação ou omissão profissional negligente - de um ato de gestão. Para este último, não deve haver qualquer restrição quanto à origem da reclamação, bem como quanto à atuação fora dos poderes pré-estabelecidos. A quebra negligente de mandato, decorrente de culpa, deve ser objeto de cobertura de um contrato de D&O. As restrições existentes só fazem sentido quando o objetivo é estender cobertura à falha daqueles profissionais.

A maior parte dos contratos ainda prevê uma cobertura diferenciada para os segurados aposentados e para aqueles que se desligam voluntariamente da companhia durante a vigência da apólice. Não há alteração de definição, mas sim, extensão de cobertura para essas situações.

Dessa forma, em situação de continuidade de cobertura, ou seja, caso a empresa contratante continue renovando a apólice sem qualquer interrupção, tais coberturas são inócuas, uma vez que, tanto os segurados aposentados, quando os desligados, entram na definição de administradores cobertos pela apólice. Para todos os efeitos, eles serão considerados ex-administradores, se enquadrando perfeitamente na definição de *segurado*.

A preocupação só deve existir caso a apólice não seja renovada ou substituída por outra semelhante em alguma outra seguradora. Nesse caso, haverá descontinuidade de cobertura e esses administradores contarão apenas com o prazo complementar de três anos, concedidos automaticamente. Imaginemos que uma empresa esteja passando por uma grande reestruturação e decida pelo fim da contratação de sua apólice de D&O. Caso haja algum administrador que assuma responsabilidades diferenciadas na gestão dessa empresa e considere a contratação de uma apólice de fundamental importância para mitigar seus riscos, poderá ele tomar a decisão de se desligar enquanto a apólice ainda está vigente, garantindo um período adicional de cobertura. O mercado normalmente trabalha com prazos adicionais entre seis e dez anos. Algumas seguradoras oferecem prazo adicional perpétuo nesse caso.

3.3) Coberturas diferenciadas

O mercado de D&O iniciou-se no Brasil principalmente no período pós-privatizações da década de 90. O país, antes fechado, se abria à entrada de capital estrangeiro, inclusive humano, que demandava proteções já praticadas no mercado internacional. Executivos expatriados que vinham atuar na gestão de empresas dos mais variados setores no Brasil começam a exigir proteção decorrente de eventual responsabilização pessoal na gestão desses ativos.

Com a onda de privatizações, surgem as primeiras apólices de D&O “tropicalizadas”, sendo elas versões em português de contratos amplamente utilizados há décadas, principalmente nos mercados americano e inglês. Esses primeiros contratos possuíam um escopo de cobertura básico, sem muitas extensões e, por vezes, pecavam pela tradução de condições não aplicáveis ao direito brasileiro.

Exemplo disso foi a separação da cobertura em *indemnifiable losses* e *non-indemnifiable losses*, ou seja, perdas “indenizáveis” e “não indenizáveis”. Principalmente nos EUA, os estados possuem independência quanto à adoção de leis visando regular a atuação das empresas (a chamada *Corporate Law*), com capítulos que tratam exclusivamente sobre o tema de indenização aos administradores, delimitando aquilo que é passível de indenização pela empresa.[72] Nas primeiras traduções de contratos, existiam previsões estabelecendo cobertura para “perdas não indenizáveis”, que não possuíam aplicação à legislação brasileira. O objetivo, dentro da realidade legal dos EUA, era prover cobertura àquilo que, por alguma razão, não era indenizável pela empresa na qual o executivo atua, em razão de restrições legais.[73] Haveria, assim, uma apólice de seguro capaz de indenizar as chamadas “perdas não indenizáveis” pelas companhias.

Quando transportadas à realidade brasileira, essas cláusulas acabavam se tornando inócuas e geravam muita dúvida quanto a sua aplicabilidade, uma vez que tais previsões não se aderiam à realidade societária brasileira. Não há na Lei das S/A um capítulo que trate sobre circunstâncias de indenização de administradores, autorizando ou restringindo o pagamento de perdas que eles venham a incorrer em razão de sua posição dentro de uma companhia.

Com o passar do tempo, os contratos foram sendo submetidos a revisões importantes, eliminado cláusulas que não se aplicavam e adaptando extensões de cobertura à realidade nacional. Assim, surgem coberturas como “penhora *online*”,

---

[72] Verificar seção 145 do Delaware General Corporate Law (“DGCL §145”). Acesso em Disponível em: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc04/>. Acessado em: 30 maio 2013.

[73] Algumas legislações estaduais nos EUA restringem a possibilidade de a empresa arcar com indenizações referentes a danos ambientais. Estas seriam perdas “não indenizáveis”, ou seja, o administrador deveria arcar com os danos pessoalmente, sem a possibilidade de buscar ressarcimento da companhia.

“indisponibilidade de bens” e “inabilitação de administradores”, extensões que surgiram no Brasil e que são aplicadas apenas aqui.

Como já visto no Item 3.1) “Nomenclaturas do Seguro”, o contrato de D&O é estabelecido em três garantias (Garantia “A”, “B” e “C”) e diversas extensões. Dessa forma, a leitura de um contrato levará o segurado à análise de extensões autoexplicativas como “Danos Morais”, “Dano Material”, “Investigações”, “Práticas Trabalhistas indevidas” ou “Responsabilidade por Tributos” e outras de interpretação mais complexa, como “Gerenciamento de Crise” ou “Indisponibilidade de bens e penhora *online*”.

O objetivo deste capítulo será focar na análise de algumas extensões que normalmente são concedidas como diferencial de cobertura entre as seguradoras.

3.3.1) Penhora online *e indisponibilidade de bens*

O bloqueio de contas correntes, ou penhora *online* se tornou prática frequente no judiciário brasileiro e é tema de preocupação constante entre grande parte dos executivos. Por meio do sistema BACEN-JUD, os juízes brasileiros podem bloquear valores em conta corrente com rapidez e eficiência invejáveis. A banalização do conceito da desconsideração da personalidade jurídica levou a um uso indiscriminado da penhora *online* para fazer valer direitos de terceiros, mesmo quando a empresa encontra-se em absoluto estado de solvência e liquidez. A penhora realizada por meio do sistema BACEN-JUD ocorre normalmente em duas etapas: (i) bloqueio; e (ii) transferência.

O bloqueio ocorre por via eletrônica mediante ordem judicial. Aqui é importante ressaltar que o bloqueio é de um valor específico, delimitado dentro do âmbito do processo judicial. Esse bloqueio ocorrerá em todas as contas bancárias ou aplicações financeiras que estejam sob o CPF em busca. Assim, o objeto do bloqueio é um valor definido e não a conta corrente. Esta se mantém ativa, inclusive com recursos, caso a ordem de bloqueio seja de valor inferior ao existente em conta corrente. Assim, a conta bancária permanecerá disponível para outras movimentações, constando como bloqueado apenas o valor ordenado pelo juiz. Tal ordem de bloqueio alcançaria também outras contas bancárias e aplicações

financeiras em nome do devedor, que poderá ter bloqueado o mesmo valor em várias contas e aplicações financeiras.

Uma vez realizado o bloqueio, o próximo passo será o da penhora propriamente dita, via transferência dos valores para a conta judicial informada. Caberá ao juiz analisar os bloqueios realizados e determinar o valor efetivo da transferência. Após a transferência, os demais valores eventualmente bloqueados serão liberados. Por fim, caso não haja recursos disponíveis em conta bancária ou outros ativos financeiros, restará ao juízo procurar outros meios de satisfação da demanda, normalmente buscando em órgãos de trânsito e cartórios de registro de imóveis bens que serão oficiados com o objetivo de bloqueio.

Muitos tratam a penhora *online* como sinônimo de indisponibilidade de bens quando esta decorre de situações mais graves e possui consequências mais amplas e duradouras. A indisponibilidade de bens é uma medida excepcional,[74] concedida em situações que se comprove situação de perigo ou quando há efetivo receio de dilapidação de patrimônio ou desvio de bens.

A Lei 6.024, de 13 de março de 1974, que dispõe sobre a intervenção e a liquidação extrajudicial de instituições financeiras, estabelece no Art. 36 que

> Os administradores das instituições financeiras em intervenção, em liquidação extrajudicial ou em falência, ficarão com todos os seus bens indisponíveis não podendo, por qualquer forma, direta ou indireta, aliená-los ou onerá-los, até apuração e liquidação final de suas responsabilidades.

A indisponibilidade poderá também ser estendida a todos os administradores que nos últimos doze meses tenham concorrido para a decretação da intervenção ou da liquidação extrajudicial. Assim, fica claro que o escopo da indisponibilidade de bens

[74] Em 2012, a edição da Medida Provisória 577, que tratava sobre a extinção das concessões de serviço público de energia elétrica e a intervenção no setor, convertida pela Lei 12.767 de 27 de dezembro de 2012, inovou ao estabelecer em seu Art. 16 que "os administradores da concessionária de serviço público de energia elétrica sob intervenção ou cuja concessão seja extinta na forma do art. 1o ficarão com todos os seus bens indisponíveis, não podendo, por qualquer forma, direta ou indireta, aliená-los ou onerá-los até a apuração e a liquidação final de suas responsabilidades.". No Código Tributário Nacional, a Lei 8.397, de 6 de janeiro de 1992, que institui medida cautelar fiscal e a Lei 8.429, de 2 de junho de 1992 – "Lei de Improbidade Administrativa" também trazem situações em que a indisponibilidade de bens é possível como medida que visa resguardar o juízo em questão.

é mais amplo e aplicado normalmente em situações críticas.

Outro aspecto relevante é que apenas a “disponibilidade” do bem ficará afetada. Não há mudança quanto à titularidade do bem, nem quanto à possibilidade de sua fruição. A princípio, a renda também estará disponível, a não ser que a ordem judicial afete também o seu rendimento. Mediante o exposto, algumas conclusões são possíveis:

(i) a penhora *online* estabelece o bloqueio de valores em conta corrente e não da conta corrente em si. Dessa forma, dificilmente, o segurado ficará sem qualquer recurso - exceto se houver bloqueio de numerário que represente quase a totalidade de uma aplicação financeira ou quase o total disponível em conta corrente e não haja qualquer outro recurso financeiro disponível. Nesse cenário, o administrador ficará sem recursos por um mês, até que seus rendimentos entrem novamente em conta corrente no mês seguinte.

(ii) Como o bloqueio é de valores específicos, a conta corrente permanece ativa e desimpedida.

(iii) o bloqueio integral da conta deverá decorrer de uma ordem de indisponibilidade de bens – incluindo contas correntes – e não de penhora *online* via BACEN-JUD.

(iv) em qualquer situação de indisponibilidade de contas ou bens, será necessário fazer apuração de um dano. As apólices de seguro devem buscar amparar esse dano, ou alguma outra forma de “minorar” o dano sofrido pelo segurado.

(v) a indisponibilidade de bens pode não causar dano imediato algum, uma vez que, a princípio, não haverá mudança de propriedade nem bloqueio de eventuais rendimentos obtidos com o bem.

(vi) da indisponibilidade poderão ocorrer danos diretos e indiretos. Todo o prejuízo verificado em razão de um determinado ato, incluindo tudo que se perdeu (danos emergentes) e o que se deixou de lucrar (lucros cessantes), compõe o dano direto. O dano indireto, por sua vez, decorre de uma série de prejuízos verificados como consequência de um dano principal.

Ao analisar as coberturas existentes no mercado, percebe-se que as seguradoras respondem de maneiras distintas aos eventos de penhora *online* e indisponibilidade

de bens. Como o objetivo do seguro é cobrir os prejuízos do segurado, três alternativas são possíveis:

(i) o pagamento do valor da constrição em si, estabelecendo a situação anterior ao bloqueio, possibilitando que o segurado usufrua dos seus recursos de maneira desimpedida;

(ii) pagamento de perdas e danos decorrentes do bloqueio de bens;

(iii) pagamento de perdas e danos decorrentes do bloqueio de contas - que pode incluir o valor da remuneração do administrador.

Há, assim, um erro conceitual que precisa ser discutido no caso das cláusulas de "Penhora *Online*". Normalmente, é estabelecido que o valor a ser indenizado corresponda à remuneração do administrador, já que ele teve seus recursos bloqueados para utilização, afetando, consequentemente, a sua subsistência. Como foi visto, o bloqueio de contas normalmente se materializa via bloqueio de um valor determinado, que pode comprometer apenas parte dos recursos disponíveis em conta corrente. Assim, caso reste comprovada a existência de recursos adicionais, o administrador não terá direito à cobertura, já que sua conta permanece livre para outras transações. Ainda, essas cláusulas normalmente operam com carência de trinta dias, período que possibilitará o recebimento de um novo salário. Caso não seja dada nova ordem de bloqueio, o segurado poderá usufruir de seus recursos sem qualquer impedimento e, novamente, não acionará a cobertura.

Por essa razão, o melhor entendimento deve ser feito no sentido de prover cobertura para algum tipo de perda efetiva do administrador. Seja o montante da constrição em si, quando o caso é de penhora *online* de valores em conta corrente, que tem o efeito de impedir que o administrador use seus recursos para outros fins; sejam perdas e danos decorrentes da indisponibilidade de bens - mais grave e duradoura, que poderia variar desde a cobertura a danos diretos e indiretos decorrentes do bloqueio, até outras formas de indenização, como o valor da remuneração do administrador.

Essa última oferece um desafio às seguradoras no que se refere a deixar claro o momento cabível de sua utilização e a duração dos pagamentos. As situações de Regime de Administração Temporária (RAET) em bancos e intervenção nos mais

diversos setores da economia (inclusive bancário), normalmente afetam a disponibilidade de bens do alto escalão de executivos dessas empresas. Há, normalmente, continuidade das atividades empresariais e muitos desses administradores são afastados temporariamente até que se possibilite - ou não - o reestabelecimento da atividade empresarial. Alguns deles continuam a receber seus vencimentos, mas estão impedidos de acessá-los. O desafio, dessa forma, está em identificar aqueles que realmente sofreram danos com a intervenção para que se propicie indenização adequada.

3.3.2) Inabilitação

A extensão de inabilitação normalmente é concedida para empresas de capital aberto e instituições financeiras. Pode, no entanto, ser oferecida a outros setores regulados, que se utilizam desse instituto como forma de sanção administrativa.

Normalmente, a inabilitação é uma das sanções administrativas disponíveis ao poder público na sua atividade de fiscalização e supervisão. A Lei 6.385/76 estabelece as penalidades que a CVM pode utilizar em sua atividade regulatória, que podem variar de uma simples advertência a uma inabilitação de vinte anos. Para fins deste estudo, é importante ressaltar as seguintes penalidades constantes no art. 11, itens III e IV, da referida lei:

> III - suspensão do exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;
>
> IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior.

O item III menciona “suspensão” do exercício do cargo de administrador, o que não deve ser confundido com a inabilitação. A cobertura existente nos contratos de D&O possui a inabilitação como gatilho necessário à existência de cobertura e ela deixará de existir quando a medida que a determinou cessar.

Normalmente a previsão contratual é estabelecida no sentido de cobrir a remuneração mensal do administrador enquanto durar à medida que determinou a

inabilitação. Assim, uma inabilitação que afete o segurado no exercício de qualquer cargo ou função de administrador, teria consequências mais profundas.

Disso deriva um ponto polêmico nesta cobertura: a sanção aplicada pelo poder público normalmente restringe a atuação do administrador a um segmento específico como, por exemplo, empresas de capital aberto ou bancos. Assim, um administrador inabilitado poderia se realocar atuando em empresas de capital fechado, recebendo sua remuneração de maneira desimpedida.

Há contratos que deixam essa questão em aberto, possibilitando o pagamento da remuneração enquanto durar a medida, mesmo que o administrador encontre outra atuação profissional que lhe possibilite outra fonte de renda. Na regulação do sinistro, poderá a seguradora se apegar aos princípios do seguro que não permitem o enriquecimento por meio de indenização securitária para evitar o pagamento de indenização em situações como as descritas. Em âmbito judicial, no entanto, esse pode parecer um argumento frágil.

Outras seguradoras deixam a situação clara ao delimitar que o administrador terá direito à remuneração “que deixar de receber”. Ou seja, na apuração do sinistro, será levada em consideração a nova situação do segurado e paga apenas a diferença do que ele deixou de ganhar.

Aqui é importante analisar como as seguradoras delimitam o que seria *remuneração*. Esse conceito pode variar desde a limitação ao salário líquido mensal até a um valor anteriormente negociado e expressamente mencionado na especificação da apólice. Qualquer menção ao conceito de “remuneração” deve ser entendida de maneira ampla, considerando todos os pagamentos realizados ao administrador (bônus, programa de participação em lucros e outros incentivos).

Outra questão que surge refere-se ao caráter doloso ou culposo da conduta que leva à inabilitação. Caso haja julgamento em âmbito de processo administrativo, há a possibilidade de se aferir a prática de uma determinada conduta (como a utilização de informação privilegiada) que, se comprovada, não deveria ser coberta pela apólice de D&O. Assim, a medida de sua utilização será feita através da apuração de irregularidades que não concluam a existência de uma excludente de cobertura: o dolo ou a fraude.

Por fim, algumas seguradoras incrementam a cobertura incluindo despesas de realocação para o administrador, denominando a cláusula como “inabilitação e recolocação” de administradores. Nesse sentido, ficará a cargo da seguradora as despesas de contratação de uma consultoria de recursos humanos capaz de ajudar o executivo em sua recolocação.

3.3.3) Cobertura de excesso para administradores

Essa extensão de cobertura é amplamente utilizada no mercado internacional e tem por objetivo resguardar um limite individualizado para alguns executivos pré-determinados em caso de esgotamento da importância segurada da apólice. Empresas com exposição ao mercado de capitais, principalmente aquelas listadas nos Estados Unidos, possuem especial interesse nessa extensão, uma vez que estão sujeitas a eventos de severidade.

Qualquer reclamação existente está sujeita aos termos e condições da apólice, inclusive ao que se refere ao limite máximo de garantia da apólice (LMG) ou o limite máximo de indenização da extensão contratada (LMI). Assim, uma reclamação será indenizada até o limite da verba disponível e, caso o montante ultrapasse o limite contratado, caberá aos administradores equacionar a questão de como o pagamento será realizado. Em última instância, o patrimônio pessoal do executivo será a garantia da indenização devida.

Nesse sentido, é de extrema importância um julgamento consciente quanto à importância segurada a ser contratada pela empresa. Fatores como tamanho da empresa, exposição no exterior, listagem em bolsa de valores no Brasil ou fora e setor de atuação são essenciais para um dimensionamento adequando da importância segurada a ser contratada. Importante lembrar que o limite contratado será utilizado por todos os administradores de maneira igual, ou seja, em caso de condenação solidária, esse dimensionamento deverá considerar a indenização de inúmeras pessoas de maneira simultânea.

Apesar disso, um dimensionamento consciente da importância segurada a ser contratada pode esbarrar em um evento atípico, que gere níveis de indenização não esperados. Nessas circunstâncias, a contratação da extensão de “limite adicional” ou “cobertura em excesso” pode ser um mitigador de risco para alguns executivos,

principalmente aqueles que estão mais expostos, como o diretor-presidente, o diretor financeiro, o diretor de RI ou membros do conselho de administração.

O mercado normalmente atua com número limitado de executivos que podem se beneficiar dessa extensão, por vezes permitindo a nomeação de pessoas ou cargos, por vezes preestabelecendo as funções elegíveis. Além disso, o limite adicional oferecido normalmente varia de R$ 1 milhão a R$ 3 milhões, que podem ser distribuídos individualmente entre os administradores ou divididos para o conjunto de pessoas elegíveis à extensão.

4) VIOLAÇÃO DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS NO CONTEXTO DO SEGURO D&O E A REGULAÇÃO DE MERCADO DE CAPITAIS

Um contrato de D&O, quando analisado pela primeira vez, pode passar a impressão de uma complexidade quase intransponível. Normalmente, são muitas definições e situações de cobertura que podem variar de acordo com o caso concreto.

Há ainda a questão do contrato de D&O responder de maneiras distintas a eventos societários que podem ocorrer em uma empresa. Assim, a criação de uma nova subsidiária terá um tratamento se ela for fruto de uma aquisição, e outro, se ela for resultado de um *spin-off* de ativos já existentes.[75] No primeiro caso, sua inclusão estará sujeita à confirmação de que o seu total de ativos é inferior ao contratualmente estabelecido para a inclusão automática por meio da extensão de novas subsidiárias. No segundo, como a empresa é fruto de um *spin-off*, a conclusão de cobertura exige uma reflexão um pouco maior e dependerá de como o contrato analisado define *subsidiária* e *nova subsidiária*. Para não haver dúvida, o melhor caminho seria deixar claro a nomeação da subsidiária em questão.

Discussões como essa são necessárias durante a vigência de uma apólice, pois a vida empresária é dinâmica e passível de cisões, fusões, aquisições e investigações em âmbito regulatório que podem ou não encontrar amparo na apólice. Conhecer os efeitos que essas situações deflagram pode possibilitar uma negociação de termos mais adequados logo na aquisição da apólice.

Além disso, existem algumas situações de responsabilização de administradores que são polêmicas e que quando analisadas sob o ponto de vista contratual permitem interpretações diversas sobre cobertura. O amparo para o termo de compromisso – meio de solução consensual de conflitos amplamente utilizado pela CVM – já foi objeto de muita controvérsia no mercado segurador e ressegurador, em

[75] Os contratos de D&O possuem regras para a inclusão de “novas subsidiárias” durante a vigência da apólice. Assim, caso a empresa tenha intenção de estender cobertura securitária aos administradores dessa nova subsidiária, alguns critérios pré definidos autorizam a sua inclusão automática. Normalmente há uma limitação de total de ativos - estão automaticamente incluídas as subsidiárias com até 30% dos ativos da controladora. Novas subsidiárias com total de ativos superior ao estabelecido, instituições financeiras e empresas de capital aberto normalmente precisam ser submetidas à aceitação da Seguradora.

razão da tentativa de equiparação deste instituto a uma penalidade ou sanção imposta pelo regulador.

Hoje o assunto está pacificado e a maioria das seguradoras cobre o termo de compromisso como uma das possibilidades de “perda” possível dentro do contrato de D&O.

Outro aspecto controverso será a cobertura para o mesmo termo de compromisso, mas que é fruto de uma investigação por *insider trading*. Em razão do dolo existente na conduta do *insider*, ou mesmo na fraude que é observada na transação com valores mobiliários em momento imediatamente anterior a publicação do fato relevante – o que leva o *insider* a uma posição privilegiada em relação aos demais participantes do mercado – permite questionar se a cobertura para tal evento deveria ou não ser fornecida pelas seguradoras. A abrangência desta cobertura, por sua vez, não se encontra pacificada entre as seguradoras.

Assim, nas próximas páginas será feito um debate sobre algumas destas situações de âmbito regulatório que podem ter reflexos diversos de cobertura em um contrato de D&O, dependendo de como as condições contratuais forem negociadas e o caso concreto interpretado pelo departamento de sinistros das seguradoras.

4.1) O poder de fiscalização e supervisão da CVM e seus impactos no seguro D&O

A CVM tem sua competência estipulada pela Lei 6.385, de 1976, que essencialmente delimita atribuições para fiscalizar e disciplinar o mercado de valores mobiliários. Os aspectos relacionados a crédito, política monetária e câmbio ficam a cargo do Banco Central.

A CVM é uma entidade autárquica de regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, dotada de autoridade administrativa independente, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, com autonomia financeira e orçamentária. Essas características possibilitaram à CVM constituir seus quadros prezando pelo rigor

técnico de seus membros. De acordo com a lei que a criou, a CVM exercerá suas funções com o fim de:

> (i) assegurar o funcionamento eficiente e regulado dos mercados de bolsa e de balcão;
>
> (ii) proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
>
> (iii) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
>
> (iv) assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
>
> (v) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
>
> (vi) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
>
> (vii) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.[76]

Dentre as funções exercidas[77] pela CVM, a mais relevante para o seguro D&O é a fiscalizadora, uma vez que dela decorrem os procedimentos de investigação e os

[76] Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e alterações.

[77] Dentre as "funções" da CVM, pode-se citar: (i) Função de registro: registro prévio da Companhia que pretende fazer emissão de valores mobiliários, assim como manutenção de banco e dados sobre estas ações. (ii) Função de Desenvolvimento social: fomento do mercado de capitais como propulsor da economia, já que propicia novas maneiras de captação de recursos (alternativas de financiamento), além de estimular a poupança. A CVM ainda tem papel importante sob o aspecto educativo e de desenvolvimento do mercado por meio de debates, palestras e cursos. (iii) Função consultiva: estabelecimento de estruturas dentro da própria CVM que possibilitam orientação aos investidores, recebimento de queixas e denúncias. (iv) Função Normativa: regula a ação dos agentes de mercado por meio de regulamentação de leis. Esta função é exteriorizada por meio da edição de instruções, deliberações, pareceres, deliberações e pareceres de orientação, cada qual com um escipo de regulamentação definido.

processos administrativos sancionadores. Como agência reguladora, a CVM possui poder de polícia em sua atuação, coibindo e punindo condutas que sejam danosas ao funcionamento do mercado de capitais, podendo sua atuação ser focada na prevenção ou na repressão.

O art. 9o, inciso V da Lei 6.385/1976, estabelece que a CVM poderá "apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado."

A Deliberação CVM 538 regulamenta o dispositivo de Lei ao tratar sobre o Processo Administrativo Sancionador (PAS), estabelecendo procedimentos de apuração de irregularidades, acusação e julgamento. Quando confirmada a ocorrência de infração à Lei de Mercado de Capitais, à Lei das S/A ou à regulamentação específica supervisionada e fiscalizada pela CVM, poderá ela impor penalidades administrativas previstas em lei,[78] sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal do agente envolvido.

Atualmente as empresas de capital aberto encontram grande apelo nas apólices de D&O, uma vez que o risco regulatório se tornou relevante com o passar dos anos. A cobertura de custos de defesa - aplicável tanto na fase do inquérito, quando na do processo sancionador - além da cobertura para os termos de compromisso firmados com a autarquia, são de grande apelo ao mercado.

A CVM pode exercer sua função de fiscalização e supervisão por meio de "pedidos de esclarecimentos" enviados diretamente à empresa e responsáveis, questionando operações pontuais. Esses pedidos são formalizados por meio de ofícios rotineiros, que demandam ação da empresa em prazo específico. A resposta deve ser enviada à CVM contemplando todos os esclarecimentos solicitados. Dessa troca de ofícios com o regulador, podem resultar duas conclusões: (i) os esclarecimentos são considerados satisfatórios, não havendo qualquer indício de ilícito ou; (ii) os esclarecimentos se demonstram insuficientes ou levam a uma maior certeza de

[78] O art. 11 da Lei 6.385, de 1976, estabelece que a CVM poderá impor penalidades como advertência, multa, suspensão do exercício do cargo de administrador de companhia aberta, inabilitação temporária, suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades reguladas pela lei, cassação de autorização ou registro, proibição temporária para praticar atividades ou operações que dependam de autorização ou registro na CVM.

cometimento de algum ilícito. Essa última situação, havendo a necessidade de maiores informações ou até mesmo de uma investigação mais estruturada, poderá resultar na instauração de um inquérito administrativo para apuração de responsabilidades.

Para fins de cobertura em âmbito do contrato de D&O, eventuais custos com advogados nessa fase inicial - de troca de ofícios - normalmente não são passíveis de cobertura, uma vez que ainda não se estabeleceu uma *reclamação* nos termos da apólice. Para que haja *reclamação*, a maior parte dos contratos prevê a necessidade da instauração de um inquérito ou processo administrativo, possibilitando, assim, o pagamento de eventuais custos de defesa.

Alguns contratos, entretanto, incluem na definição de *reclamação* "procedimentos administrativos" ou "procedimentos relacionados ao poder de polícia", que tornam a definição mais ampla, abrindo a possibilidade de se considerar amparados eventuais custos de defesa incorridos em razão dos "pedidos de esclarecimento", já que o conceito de *reclamação* abarcaria essas situações. Importante aqui destacar que o "procedimento administrativo" nada mais é do que a forma de concretização do agir estatal. É uma sequência ordenada e legal de atos e operações que conduzem a um objetivo específico almejado pela administração pública. O procedimento é *gênero*, sendo mais amplo. O processo é *espécie*.[79] Essa é a razão pela qual a mera troca de ofícios possibilitaria a cobertura, sendo ela considerada um "procedimento administrativo".

Outra questão polêmica diz respeito à exigência de se notificar tais pedidos de esclarecimento como "expectativas" dentro de uma apólice de D&O. O melhor entendimento, entretanto, deve se estabelecer no sentido de não se exigir tal notificação - como já delimitado em capítulos anteriores, essa é uma prerrogativa do segurado e ficará a seu único e exclusivo critério notificar tal situação. A comunicação será necessária apenas se o procedimento administrativo evoluir para um inquérito administrativo - momento no qual o segurado avisará uma *reclamação* e não mais uma mera expectativa.

[79] BACELLAR, 2005, p.79.

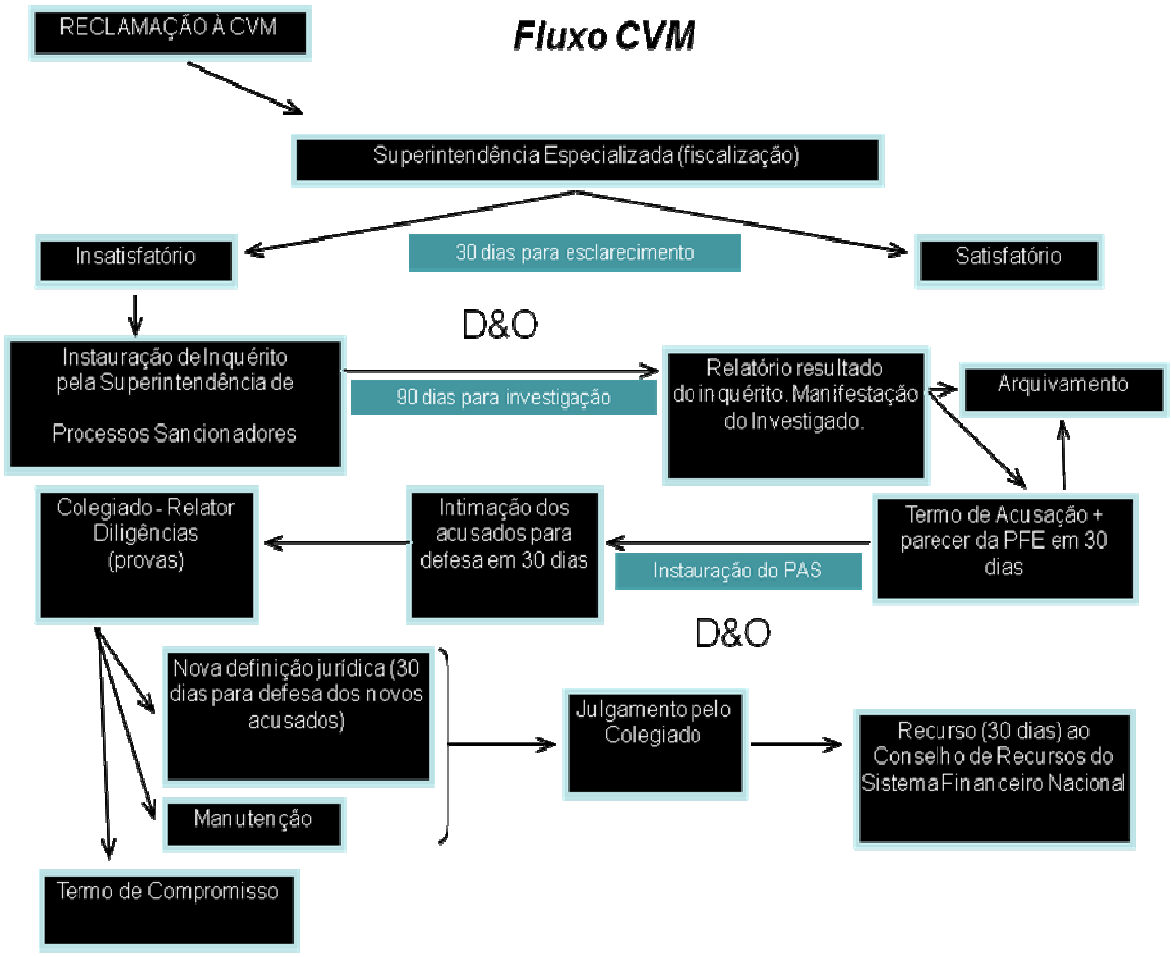

Figura 1: Fluxo CVM
Fonte: Deliberação CVM 538

O inquérito administrativo será conduzido pela Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada (PFE). As investigações podem demandar depoimentos de investigados e, nesse momento, a apólice de D&O já poderia ser utilizada, cobrindo eventuais custos de defesa. O inquérito deve ser concluído em até 90 dias da data de sua instauração, prorrogáveis com autorização do Superintendente Geral da CVM.

Havendo provas suficientes, será formulado um termo de acusação, etapa essencial para a instauração do Processo Administrativo Sancionador (PAS). Antes da intimação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE emitirá parecer sobre o termo de acusação em até trinta dias, sendo dada ao investigado a oportunidade de manifestação, caso ainda não a tenha feito durante o inquérito. Aqui, novamente, a prática mostra que os administradores já se utilizam da apólice de D&O para a contratação de advogados especializados em conflitos de mercado de capitais.

Por fim, caberá ao Superintendente Geral da CVM comunicar órgãos ou entidades pertinentes, quando houver indícios de ilícitos na área sujeita à sua fiscalização, além de noticiar o Ministério Público, caso haja indícios de crime. Uma vez intimado para apresentar defesa, o acusado terá normalmente trinta dias para se manifestar. Esse prazo poderá dobrar, caso os acusados possuam procuradores distintos.

Nesse momento do processo administrativo, surge a figura do *Termo de Compromisso*, instituto largamente utilizado pelo regulador de mercado de capitais para encerrar de maneira consensual o processo em questão. Inspirado na figura do *Consent Decree* norte-americano, o termo de compromisso possui a mesma utilidade prática: permitir que os acusados encerrem o processo administrativo por meio de um acordo em que há um compromisso de cessar com a prática das atividades consideradas irregulares e a indenizar eventuais prejuízos dela decorrentes.[80] É, portanto, uma das ferramentas de solução de conflitos disponíveis à CVM, no caso, uma ferramenta de solução consensual de questões administrativas.[81]

O *Consent decree* utilizado pela SEC tem a característica de ser um acordo que não implica confissão, uma vez que o investigado não reconhece como verdadeira a prática ilícita, mas também não será declarado inocente. O acusado se compromete a não mais cometer o ato danoso considerado contrário à lei, bem como ressarcir eventuais prejuízos verificados em razão de sua conduta. Há uma natureza negocial nesse instituto, uma vez que o candidato não terá a sua culpabilidade discutida e, mesmo assim, será obrigado a cessar com as práticas que deram origem às investigações, da mesma forma como será obrigado a indenizar terceiros prejudicados. A grande diferença, quando comparado com o termo de compromisso, está no fato de que o *consent decree* deve ser homologado pelo judiciário para que seja efetivado.

[80] EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, **Mercado de capitais**: regime jurídico, p. 332.

[81] SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais**: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 247.

No âmbito de mercado de capitais brasileiro a Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, delimita que a CVM poderá celebrar termos de ajustamento de conduta em qualquer fase do procedimento administrativo:

> Art. 11 § 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso (...)

A lei menciona “procedimento” administrativo, o que significa que o termo de compromisso não precisa ser celebrado apenas na fase de inquérito ou Processo Administrativo Sancionador (PAS). Na fase de investigação preliminar, em que são enviados ofícios solicitando esclarecimentos a respeito de uma operação, já é possível oferecer propostas para finalizar a apuração do suposto ilícito. A vantagem para o investigado é que, diante de uma situação que pudesse gerar questionamentos quanto ao cumprimento das regras de valores mobiliários, poderia ele já propor a solução da controvérsia, sem sequer haver a abertura de um processo administrativo sancionador. Para as seguradoras, surge um desafio: a solução da questão nesse momento do processo, sem qualquer inquérito ou processo administrativo, não será amparada pelo seguro, uma vez que ainda não se configurou uma *reclamação* nos termos da apólice. A *reclamação* é o gatilho que aciona as demais coberturas. Sem ela, não existe sinistro, havendo, no máximo, uma expectativa.

A proposta de termo de compromisso oferece nesse estágio uma solução rápida e, por vezes, menos onerosa, já que não haverá necessidade de se custear advogados durante a fase de processo sancionador. Para o administrador, ela oferece uma alternativa de solução rápida, com a vantagem de que o suposto ilícito jamais será objeto de uma investigação formal. Não há sequer um número de inquérito/processo instaurado, o que permite ao administrador manter seu nome desconectado de qualquer prática supostamente ilícita.

As apólices de D&O sempre tiveram provisão de cobertura para acordos celebrados pelos segurados, uma vez que a definição de “perda” da apólice normalmente inclui os acordos realizados com a prévia anuência da seguradora. O melhor

entendimento sempre foi o de se considerar o termo de compromisso um “acordo” realizado pelo administrador com o órgão regulador, sendo passível de cobertura. A maior parte dos contratos do mercado, no entanto, exige a existência de um inquérito ou processo para tratar de um termo coberto de acordo com as condições da apólice.

O termo de compromisso tem a característica de ser uma verdadeira transação, já que ambas as partes envolvidas fazem concessões recíprocas: a CVM interrompe seu processo investigatório ou acusatório, não utilizando seu direito de buscar a punição do acusado. Em contrapartida, o particular indeniza os danos causados, além de cessar com a prática que gerou a investigação. Não há dúvida, portanto, que o termo de compromisso possui a característica de um negócio jurídico bilateral.

Sobre o tema, é esclarecedor o parecer CVM/PJU/No 5, emitido pela Procuradoria Federal Especializada em 10 de março de 1998, cuja ementa e trechos mais relevantes encontram-se transcritos abaixo:

> PARECER/CVM/PJU/no 5 - 10.03.98
>
> ASSUNTO: Suspensão do processo administrativo instaurado pela CVM através da celebração de termo de compromisso
>
> EMENTA: A Suspensão do processo administrativo mediante assinatura de termo de compromisso, introduzida pela lei no 9.457/97, representa novo instrumento que objetiva conferir maior efetividade à atividade fiscalizadora desempenhada pela CVM. Embora possua natureza de transação, o termo de compromisso é ato de império, decorrente do exercício de poder de polícia, devendo ser impetrado à luz dos princípios de Direito Administrativo. Tratando-se de instituto de natureza processual, é necessário traçar normas procedimentais que irão orientar sua adoção pela CVM nos processos de sua competência.

O parecer elucida muitas das dúvidas que envolvem o instituto. Trata do poder de fiscalização e das alternativas existentes de solução dos conflitos, da eficácia do instituto e da efetividade do poder de polícia da CVM, descrevendo um pouco a natureza negocial do termo de compromisso como forma eficaz de solução de controvérsias e da extinção de punibilidade dos acusados. Merecem destaque os seguintes trechos do parecer:

> 28. Nesse passo, a despeito das deficiências resultantes do texto legal, a suspensão do processo administrativo, concebida como um meio alternativo para o exercício da missão confiada à CVM, constitui-se em instrumento hábil a conferir maior efetividade ao processo administrativo, ou seja, um método mais imediato para se atingir a finalidade última objetivada por sua função fiscalizadora, consistente na observância das normas e princípios que regem o mercado.
>
> 30. O termo de compromisso efetivado no curso de processo administrativo tem natureza de transação, compreendida esta como "ato jurídico bilateral pelo qual os interessados, por concessões mútuas, evitam ou terminam um litígio"
>
> 36. Desse modo, o termo de compromisso constitui negócio jurídico *sui generis*, regido pelo direito administrativo, bilateral na sua formação e impositivo em seus efeitos, representando assim uma fórmula alternativa para o exercício do poder de polícia que é titular a CVM.

Nesse sentido, a deliberação CVM 486, de agosto de 2005, delimita que:

> Art. 7º - O interessado na celebração de termo de compromisso poderá apresentar proposta escrita à CVM, na qual se comprometa a:
>
> (i) cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos, se for o caso; e
>
> (ii) corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos causados ao mercado ou à CVM.

Há um aspecto discricionário na decisão de se aceitar ou não a proposta de termo de compromisso, mas o art. 7o acima oferece um direcionamento para os requisitos necessários para aceitá-lo. A Procuradoria Federal Especializada deve, inclusive, manifestar-se a respeito da legalidade do termo de compromisso proposto. Quanto ao primeiro requisito, observará, por exemplo, não se tratar- de ilícito de caráter continuado; quanto ao segundo, verificará se há mensuração de danos para que estes estejam contemplados na proposta de termo de compromisso.

Toda proposta deve ser analisada pelo Comitê de Termo de Compromisso, que emitirá um parecer sobre a conveniência e oportunidade de sua aceitação e adequação de seus termos, tendo como base a natureza e gravidade das infrações, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto.

Há situações em que o bem jurídico lesado é difuso, não individualizado, acarretando em danos a interesses difusos e coletivos, como a transparência, integridade e confiabilidade do mercado de capitais. A lei exige a indenização dos prejuízos causados e, nessas circunstâncias, a recomposição do dano será no sentido de composição com a CVM na medida suficiente a desestimular a prática de infrações semelhantes pelos indiciados e demais agentes do mercado. Novamente, o Comitê de Termo de Compromisso terá papel importante em ponderar os termos da proposta com os danos potencialmente causados e entender se ela se demonstra razoável e capaz de desestimular novas condutas semelhantes.[82] Após um acordo quanto aos valores envolvidos, a proposta será encaminhada para apreciação do Colegiado da CVM, que poderá aceitá-la ou não. Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch[83], escrevem sobre o assunto:

> (...) é bastante comum que o ilícito perpetrado pelo proponente seja daqueles que, apesar de não gerarem danos a investidores individualizados, acarretam, em tese, danos aos investidores difusos ou coletivos no âmbito do mercado de capitais, notadamente potencial lesão à integridade, à transparência e à confiabilidade, que são valores essenciais no mercado de que se cuida. Assim, e considerando que a lei exige indenização de todos os prejuízos causados pela suposta prática ilícita, a PFE/CVM tem opinado sistematicamente pela juridicidade das propostas de recomposição de danos por meio de medidas(s) direcionada(s) ao mercado mobiliário como um todo, ou mesmo indiretamente, na pessoa do seu órgão regulador (CVM), que tem como um dos seus objetivos legais a promoção da expansão e do funcionamento eficiente do mercado de capitais (art. 4º da Lei no 6.385/76).
>
> Nessa linha, considerando a impossibilidade material de quantificações de prejuízos em situações como a referida nestas linhas, cumpre ao Colegiado da CVM, em caráter discricionário, e após ouvido o Comitê de Termo de

[82] WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. O termo de compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários. **Interesse Público**, Belo Horizonte, v. 11, n. 53, jan. 2009. Disponível em: <http://bdjur.stj.jus.br/dspace/handle/2011/36114>. Acesso em: 24 fev. 2011.

[83] SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais**: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012, pg 253.

.

> Compromisso, examinar se a proposta apresentada se revela razoável e finalisticamente proporcional aos danos potencialmente causados.
>
> Hodiernamente, está sedimentado na CVM o jurídico entendimento segundo o qual "as prestações em termos de compromisso não destinadas ao reembolso dos prejuízos devem consistir em pagamento de valor suficiente para desestimular a prática de infrações semelhantes pelos indiciados e por terceiros que estejam em posição similar à dos indiciados"[84]

Cabe ainda ressaltar o caráter de negócio jurídico bilateral do termo de compromisso, uma vez que não poderá a administração pública impor a sua celebração e nem terá o acusado a prerrogativa de ter essa alternativa de solução de conflitos sendo utilizada em qualquer situação. Há um caráter de consensualidade nos termos do acordo, podendo, inclusive, o acusado optar pelo julgamento do processo. Ainda, não há qualquer medida punitiva em sua celebração, uma vez que não será apurada a culpabilidade do agente. A própria CVM, conforme exemplos abaixo, já reiterou em inúmeros julgados essa postura.

> *PAS CVM no RJ2005/7245*
>
> "Na medida em que, especulações e divulgação de processos de qualquer natureza, judicial ou administrativa, revelam-se potencialmente prejudiciais à imagem dos compromitentes surge a conveniência de celebrar o presente Termo de Compromisso, firmado dentro dos estritos limites do parágrafo 6o do artigo 11, da Lei 6.385/76, que exclui qualquer caráter punitivo, de confissão ou reconhecimento de ilicitude da conduta."

> *PAS CVM no RJ2010/4953*
>
> "Especificamente quanto às alegações apresentadas pelos proponentes para fins de justificar o montante ofertado, o Comitê esclarece que não adentra nas sutilezas de cada acusado, sendo sua análise pautada pelas grandes circunstâncias que cercam o caso"

[84] Decisão proferida nos autos do PAS CVM RJ2005/9059

Por fim, um aspecto já pacificado em âmbito da CVM trata da discussão a respeito da origem dos recursos utilizados no pagamento destes termos de compromisso. Não raro as empresas mantêm com seus executivos contratos de indenidade – que possibilitam o pagamento de despesas incorridas em razão de demandas judiciais, administrativas ou em procedimentos arbitrais promovidas por terceiros. Outra alternativa, seria a utilização do próprio seguro D&O, como fonte de recursos que possibilitarão o pagamento das despesas referentes ao termo.

Neste sentido a PFE/CVM entende que a companhia aberta não pode, por qualquer meio, direto ou indireto arcar com os custos incorridos por seus administradores em razão da necessidade de cumprir com eventuais ressarcimentos de danos a terceiros verificados em razão de violação da legislação societária e de mercado de capitais. A lógica decorre do fato de que a companhia aberta, seus acionistas e investidores são os maiores prejudicados em razão dos atos ilícitos dos administradores. A manifestação do Colegiado da CVM no processo RJ2009/8316 oferece esclarecimentos importantes sobre contratos de indenidade e seguro:

> (...) 5. A meu ver não há como confundir os seguros de responsabilidade com os contratos de indenidade. Ainda que sejam possíveis algumas aproximações entre as duas modalidades, sobretudo no que tange aos seus objetivos, mediatos e imediatos, há diferenças que justificam um tratamento diverso entre os institutos. 6. Assim, é bem verdade que, nos dois casos, se está lidando com instrumentos destinados não apenas à proteção dos administradores em determinadas situações , as quais eles estariam expostos em razão de suas atividades de gestão, mas também a atrair profissionais qualificados, em um mercado profissional cada vez mais competitivo. 7. No entanto, para a obtenção desses fins adotam-se soluções estruturalmente distintas e essas diferenças estruturais não podem ser desconsideradas. Ao contratar um seguro de responsabilidade para seus administradores, a companhia paga o prêmio do seguro a fim de obter aquela cobertura, que servirá de atrativo para suas contratações. A apólice de seguros não apenas traz casos em que a seguradora ficará desobrigada de indenizar (em caso de atuação dolosa do administrador, por exemplo), como a análise de tais casos incube à seguradora. 8. Já ao optar pelo pagamento das indenizações de maneira direta, a partir dos citados contratos de indenidade, a companhia se obriga pelo valor das indenizações

> em si (não pelo prêmio, que é pago *a priori)* e, havendo hipóteses de exclusão de responsabilidade, é a sua própria administração – à qual pertence o beneficiário – que figura como "juiz". É mesmo desnecessário explorar o quão conflituosa essa situação pode se mostrar ou o tipo de estímulos que ela pode embutir. 9. E é por este motivo que voto contrariamente à possibilidade de aceitação, pela CVM, do pagamento dos valores objeto dos termos de compromisso de administradores pelas companhias obrigadas em razão de contratos de indenidade. Isso independe, vale frisar, de qualquer juízo sobre a ilicitude de tais relações. Uma vez que a decisão de celebração de termos de compromisso é, a rigor, uma decisão de política regulatória, nela se levando em conta, antes de mais nada, estímulos e sinais de caráter pedagógico, reputo inconveniente tal celebração nessas condições. A presença de um terceiro independente, com interesses distintos daqueles dos administradores da companhia, reduz em muito a situação de conflito, o que justifica que se aceitem termos de compromisso que envolvam o pagamento por sociedades seguradoras (...)

4.2) A falha no dever de informar e o *Insider Trading*

Como já visto no capítulo 2.2 "Deveres fiduciários dos administradores", a quebra de deveres legais pode gerar situações que resultariam na responsabilização pessoal de administradores. Muitas das situações recorrentes de violação de um *standard* de conduta decorrem de decisões negligentes. Há, no entanto, decisões diligentes e de boa-fé, mas que acabam por resultar em violação de um dever específico. As situações tuteladas pelo dever de informar podem resultar em exemplos recorrentes de violação de deveres fiduciários, uma vez que os administradores precisam navegar pela difícil fronteira entre o que pode ou não pode ser considerado sigiloso e estratégico pela companhia, violando, assim, o dever de informar.

Nesse sentido, encontra-se pacificado que apenas as informações de caráter preciso de materialidade ou objetividade precisam ser divulgadas. As informações não podem ser falsas ou imprecisas, de maneira a gerar impressões errôneas. A doutrina americana chama essas situações de *mistatements*, capazes de levar investidores a tomar decisões erradas. Modesto Carvalhosa[85] afirma que:

> As informações não podem ser negligentemente prestadas. Serão consideradas negligentes quando omissas, desconexas, lacunosas, demonstrando pouco cuidado na forma de comunicação ao público sobre a relevância do fato.
>
> Difícil distinguir a informação falsa da negligentemente formulada. Daí ser presumivelmente fraudulenta toda a informação dada pelos administradores que não refletir precisa e objetivamente os fatos que devem revelar.

Para auxiliar os administradores na tarefa de lidar com informações sensíveis, muitas vezes caracterizadas como privilegiadas, a Associação Brasileira das Companhias Abertas - Abrasca - editou o *Manual Abrasca de Controle e Divulgação de Informações Relevantes*, que estabelece algumas diretrizes no que se refere a procedimentos básicos de controle, visando orientar as empresas sobre medidas de prevenção contra o vazamento e a utilização de informações privilegiadas.

O manual se subdivide em quatro grandes capítulos de diretrizes: (i) manutenção do sigilo de informações privilegiadas; (ii) divulgação de informações privilegiadas e; (iii) controle das informações privilegiadas pelas companhias. Ele tornou-se muito útil em razão da reforma da Lei das S/A, ocorrida em 2001, que ampliou o alcance da lei no que se refere às pessoas passíveis de sanção em caso de uso de informação privilegiada.

Antes, a redação do art. 155 vedava o uso de informação apenas aos administradores de companhias abertas, e a nova redação vem adequar o entendimento amplamente defendido pela doutrina que o alcance deve se dar a todos aqueles que, de alguma forma, tenham acesso às informações e as usem em busca de beneficio próprio. Assim, a empresa precisa ter controles internos fortes e suficientes para evitar que qualquer outra pessoa tenha acesso a essas informações

[85] CARVALHOSA, **Comentários à Lei das sociedades anônimas**, p.298.

confidenciais, sejam elas colaboradores diretos, subordinados ou terceiros de confiança, ou que possuam alguma relação profissional com os administradores que seriam a sua fonte.

Em complemento à Lei das S/A, a instrução CVM 358 estabelece algumas vedações[86] de negociação de valores mobiliários da companhia em momento anterior à divulgação de um fato relevante. Trata-se de vedações absolutas, delimitando as pessoas e o momento em que elas deverão se abster dessas negociações, sob pena de infração à lei e cabível de penalidades, caso haja o enquadramento na conduta de *insider*.

Caberá à CVM fiscalizar as companhias abertas e apurar eventuais ilícitos, punindo-os administrativamente com penalidades diversas, que podem variar de advertência à inabilitação, além de multas fixadas normalmente em três vezes o valor da vantagem indevida, podendo variar de acordo com os critérios de conveniência e oportunidade do regulador. Ao Ministério Público caberá a propositura de ação civil pública buscando a reparação do dano, bem como a punição do agente envolvido, cuja pena de reclusão pode ser de até cinco anos.

As medidas reguladoras do *insider trading* devem, portanto, ser preventivas e repressivas. As primeiras, derivam do fiel cumprimento dos *standards* de conduta, principalmente dos deveres de lealdade e de informar.[87] Nesse sentido, iniciativas como o Manual da Abrasca, são relevantes para o fiel cumprimento dos deveres fiduciários por parte dos administradores. No aspecto repressivo, está a criminalização da conduta, além das sanções administrativas e obrigatoriedade de reparação cível.

---

[86] O caput do art. 13 da Instrução CVM no 358/2002, veda a negociação com valores mobiliários antes da divulgação de ato ou fato relevante, alcançando a própria companhia aberta, seus acionistas controladores, diretos e indiretos, diretores, os membros dos conselhos de administração e fiscal, os membros de quaisquer outros órgãos com funções técnicas ou consultivas criados pelo estatuto, e quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. O parágrafo 3o do mesmo artigo, ainda delimitará que prevalece a vedação "sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim, bem como se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária."

[87] PROENÇA, José Marcelo Martins. ***Insider trading***: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 272.

O *insider trading* é um ilícito decorrente da violação do dever de lealdade, sendo uma situação polêmica quando analisado sob a ótica de um contrato de D&O. O crime de *insider* exige para sua configuração, dentre outros aspectos, que o agente tenha consciência da ilicitude do ato praticado e queira o resultado. Há, assim, um componente de dolo específico que não pode ser ignorado.[88]

Norma Jonssen Parente, em interessante artigo sobre *insider trading*,[89] defende que existe uma omissão dolosa do agente que o pratica. Antes de adentrar o aspecto penal do assunto, Norma ensina que o próprio código civil oferece subsídios para enquadrá-lo dessa maneira. O art. 147 estipula que, "nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado."

Norma entende que a compra e venda de ações é um ato jurídico. O agente que pratica o *insider* silencia a respeito das informações *relevantes* e a parte prejudicada ignora a existência de tal fato, uma vez que sequer imagina a sua existência. Ademais, é muito provável que a parte prejudicada não celebraria o contrato de compra e venda se soubesse do fato não divulgado. Por fim, há omissão dolosa quando o agente detentor da informação privilegiada intencionalmente omite o fato para conseguir uma vantagem pessoal.

Ao adentrar o aspecto penal do *insider*, o artigo escrito em 1976 (anterior à tipificação desse crime) defende o seu enquadramento como crime de estelionato. Ele argumenta que, para se caracterizar o *insider*, deve-se verificar um aspecto patrimonial, ou seja, a perda financeira daquele que desconhecia a informação que por si só já é merecedor de reparação sob o aspecto civil. Terá ainda repercussão criminal quando ficar comprovado o dolo ou má-fé daquele que induziu a situação, aproveitando-se da circunstância e apurando um lucro indevido. Por essa razão, o *insider*, antes da lei específica, deveria se enquadrar no crime de estelionato, mesmo sendo ele decorrente de uma omissão dolosa. O art. 171 do Código Penal o descreve como sendo o ato de "obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em

[88] CARVALHOSA; EIZIRIK, 2011 p. 545-9.

[89] SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL. **Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp> Acessado em: 13 maio 2013.

prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento."

A negociação com informação privilegiada afronta também o parágrafo 1o do art. 155 da Lei das S/A, que veda a utilização de oportunidades comerciais com ou sem prejuízo para a companhia. Assim, Modesto Carvalhosa[90] defende que, no caso de *insider*, está dispensada a configuração de intenção. Trata-se de uma fraude que

> [...] decorre objetivamente de qualquer negócio com valores mobiliários emitidos pela companhia, praticados pelos administradores e demais agentes, durante o período em que retenham informações relevantes, com relação aos negócios e ao estado da companhia.

Assim, por qualquer forma que se busque entender o crime de *insider trading*, seja via dolo específico, seja por meio do entendimento de fraude, não restaria outro meio senão a aplicação da excludente de "conduta" existente em todos os contratos de D&O - dolo, fraude, lucro ou vantagem pessoal - para os casos que tenham como base aquela alegação.

Os contratos, no entanto, oferecem uma brecha para entendimentos diversos, uma vez que exigem que as excludentes de cobertura sejam aplicadas apenas quando haja o trânsito em julgado do processo. Em razão da clareza de aplicação das excludentes, o melhor entendimento deveria ser o de aplicá-las apenas após o trânsito em julgado da ação, procedendo a cobertura securitária desde o início das investigações ou do efetivo processo. Nesse caso, serão devidos os custos de defesa incorridos pelos acusados, resguardando-se a seguradora do seu direito de regresso caso seja confirmada a acusação de *insider*.

Como já observado, o crime de *insider trading* terá repercussão em três esferas: civil, administrativa e criminal. No âmbito administrativo, o encerramento do processo por meio do termo de compromisso não possibilitará conclusão a respeito do ilícito, uma vez que o procedimento administrativo será encerrado sem assunção de culpa do investigado. Nesse sentido, as seguradoras possuem três caminhos possíveis:

---

[90] CARVALHOSA, 1997. p.257.

(i) O pagamento do termo de compromisso, uma vez que o processo administrativo se encerrou por meio de um acordo e a conduta do agente deixou de ser objeto de investigação. Não haveria razão para se discutir o mérito, restando à Seguradora efetuar o pagamento do termo já que este se enquadra na definição de “perda” da apólice;

(ii) O pagamento do termo enquanto se aguarda a decisão em âmbito criminal sobre a conduta do agente. Caso haja condenação pelo crime, poderia a seguradora exercer seu direito de regresso, uma vez que a conduta do administrador se enquadrará na excludente de “conduta” da apólice;

(iii) O pagamento dos custos de defesa do segurado durante o procedimento administrativo e, em momento posterior, durante o processo criminal. A seguradora poderia anuir ao termo de compromisso para colocar fim ao procedimento administrativo, mas condicionaria o seu pagamento ao trânsito em julgado da ação criminal que apurará a conduta do agente.

Essa última opção certamente é a mais polêmica, uma vez que a seguradora estaria concedendo uma cobertura parcial - apenas custos de defesa -, e condicionando o pagamento do termo de compromisso a uma decisão posterior. A lógica seria de prover custos de defesa até uma decisão que ratifique a inocência do acusado considerando o processo criminal um desdobramento necessário do procedimento administrativo iniciado anteriormente.

A questão que se coloca é a de que, quando atendidos os critérios de cessar a conduta tida como ilícita e quando houver a reparação dos danos causados - critérios obrigatórios para que haja parecer positivo quanto à proposta do termo de compromisso - o processo não irá até o final, não sendo apurada a conduta do agente. Há ainda as questões de celeridade na solução dos conflitos e o juízo de conveniência e oportunidade do regulador, que serão fatores também decisivos em se aceitar ou não uma proposta de acordo.

Assim, a maior parte dos casos de suspeita de *insider* poderá ser encerrada por meio de acordos que envolviam o pagamento de quantias superiores aos supostos ganhos. O caso Sadia foi uma exceção a essa possibilidade, sendo que os critérios subjetivos de conveniência e oportunidade, além da inexistência de necessidade de se acelerar o processo, foram definidores para a continuidade do processo sancionador.[91]

Por fim, sob o aspecto administrativo, o parecer da Procuradoria Federal Especializada (PFE) sobre os aspectos legais da proposta do Termo de Compromisso em âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM 10/08, corrobora alguns dos aspectos até agora discutidos sobre o tema:

> "Com efeito, não há dúvidas de que em casos de acusação por uso de informação relevante sobre a companhia e os valores mobiliários por ela emitidos, ainda não divulgada amplamente ao público em geral (insider trading), há uma ofensa tanto à higidez, estabilidade e eficiência do mercado de valores mobiliários, como também, ao patrimônio dos investidores que negociaram com os valores mobiliários – seja contraparte do insider ou não - sem o acesso a mesma informação relevante ou mesmo deixaram de negociar por não terem conhecimento de tais informações.
>
> De fato, o insider compra e/ou vende valores mobiliários que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo. Assim agindo, ele obtém lucros unicamente em função da utilização de informações confidenciais, que sabe que não estão disponíveis ao público em geral.
>
> Nada obstante o acima afirmado acerca da existência de danos a investidores que negociaram com os valores mobiliários sem o conhecimento da informação relevante, bem como aqueles que deixaram de negociar justamente por não deterem tal informação, entendemos que não seria possível, ao menos no âmbito de um processo administrativo sancionador e, mais especificamente, no bojo de um termo de compromisso, uma segura e objetiva individualização de prejudicados e seus respectivos ressarcimentos.

[91] O caso da Sadia, em âmbito do processo sancionador CVM no 13/2009, processo de termo de compromisso CVM nº RJ2011/7288, foi um caso no qual não houve celebração de acordo. Em parecer, o Comitê de Termo de comprimisso concluiu: 29. No caso em tela, o Comitê depreende que a celebração de termo de compromisso não se afigura conveniente nem oportuna, por apresentar particularidades que aparentam demandar um pronunciamento norteador por parte do Colegiado em sede de julgamento, visando a bem orientar os participantes do mercado de valores mobiliários em situações assemelhadas, em especial funcionários de companhias abertas, clubes de investimentos e seus administradores e gestores. Vale dizer, não se está aqui a questionar os termos das propostas apresentadas em si, mas sim o interesse deste órgão regulador na celebração do ajuste de que se cuida, consoante poder discricionário que lhe é conferido pela Lei nº 6.385/76, o qual, essencialmente, entendemos inexistir. 30. Adicionalmente, o Comitê destaca que a celebração dos Termos de Compromisso ora propostos não caracterizaria qualquer ganho para a Administração, em termos de celeridade e economia processual, vez que decerto será dada continuidade ao procedimento administrativo em relação aos demais acusados , nos termos da legislação aplicável à matéria.

> Assim sendo, temos que, nesses casos, a única forma de efetiva recomposição dos prejuízos, nos termos do art. 11, § 5o, II, da Lei no 6.385/76, é a reparação ao dano difuso causado à higidez, estabilidade e eficiência do mercado, cuja tutela incumbe a esta autarquia, conforme disposto no art. 4o da Lei no 6.385/76, sob pena de se inviabilizar a celebração de Termos de Compromisso em casos semelhantes ao ora analisado.
>
> Parece-nos, outrossim, que, ainda que haja dificuldade em se especificar prejudicados, há, efetivamente, um claro prejuízo passível de mensuração, cujo valor deve equivaler, s.m.j. e no mínimo, à vantagem econômica obtida com a negociação, com as devidas atualizações monetárias.
>
> Portanto, faz-se necessário que a proposta contemple um cálculo dos ganhos auferidos com as operações supostamente ilícitas, parecendo-nos que, sob prisma estritamente jurídico, tal montante é a base mínima para qualquer proposta de termo de compromisso.
>
> Em razão do exposto, entendemos que restou atendido o disposto no art. 11, § 5o, II, da Lei no 6.385/76, uma vez que o montante proposto corresponde a 150% (cento e cinquenta por cento) do ganho auferido, segundo apurado no presente processo administrativo sancionador.
>
> Em análise de casos semelhantes ao presente, manifestamo-nos no sentido de que o Comitê de Termo de Compromisso deveria avaliar, inclusive, à luz da legislação, da doutrina e de precedentes envolvendo o assunto, a conveniência de se fixar um valor atinente ao dano difuso causado ao mercado de valores mobiliários, considerada também a perspectiva de ordem moral e de desestímulo a práticas semelhantes, pela necessidade de pagamento de valor adicional ao valor puro e simples do lucro obtido.
>
> Percebe-se, outrossim, que o requerente compromete-se a pagar um valor adicional àquele correspondente ao resultado apurado no processo ora em análise. Nada obstante, há que ser avaliado por esse Comitê de Termo de Compromisso a conveniência da aceitação da proposta de que se trata, tendo em vista o precedente existente envolvendo caso semelhante.

4.3) Ação social, *derivative action* e a ação individual: as reclamações de mercado de capitais

No exercício de suas atribuições os administradores podem causar danos à companhia, aos acionistas e a terceiros que se relacionem com a empresa, como credores, fornecedores e empregados. A titularidade do patrimônio afetado pela ação ilícita dos administradores é o que diferencia a ação social da individual.

Assim, se a ação tiver como fundamento dano da sociedade, será uma ação social, que sempre necessitará de deliberação da Assembleia de Acionistas para ser

proposta em qualquer uma de suas modalidades. Danos indiretos, ou seja, aqueles que afetam indiretamente o patrimônio do acionista, são também reclamados por meio da ação social. Em ambos os casos, os recursos eventualmente obtidos com a ação judicial reverterão exclusivamente à empresa. Na ação individual, por sua vez, os resultados cabem exclusivamente ao terceiro que a propôs, visando a recomposição dos danos por ele sofridos.

Como visto, caso a companhia decida responsabilizar os administradores por danos causados a ela, será necessário a convocação de uma Assembleia. Assembleia com conteúdo positivo será aquela que decide afirmativamente em seguir esse caminho, caracterizando a aprovação pelos acionistas da ação de responsabilidade e possibilitando a atuação da própria companhia como autora desse processo.[92]

Dessa deliberação, surgem algumas consequências. A principal é o impedimento e afastamento dos administradores que seriam objeto da ação de responsabilidade,[93] não havendo a possibilidade de sua manutenção no cargo. A sua substituição ocorrerá na mesma assembleia ou em reunião extraordinária do Conselho de Administração. Os administradores que permanecem deverão diligenciar no sentido de tomar todas as medidas necessárias para o correto ajuizamento da ação social.

Há ainda a possibilidade de haver uma Assembleia com conteúdo negativo, ou seja, aquela que rejeita a propositura da ação de responsabilidade, legitimando, assim, a iniciativa de acionistas ou grupo de acionistas. Esse é o conceito mais próximo do *Derivative Action* existente no direito norte-americano. Assim, acionistas detentores de, pelo menos, 5% do capital social passam a ser legitimados a propor a ação social *ut singuli*. Nessas circunstâncias os administradores continuam no exercício de suas funções, a menos que haja deliberação em sentido contrário. A deliberação contrária à propositura da ação não significa que os administradores estão isentos

---

[92] ADAMEK, **Responsabilidade civil dos administradores de S/A**, p. 346.

[93] Existe uma discussão na doutrina sobre o impedimento do administrador em decorrência da propositura de ação social. O melhor entendimento, defendido por Marcelo Adamek é o de que "o impedimento do administrador nunca resulta da propositura da ação social, seja qual for a sua modalidade, decorre, isto sim, apenas e tão-somente da deliberação positiva que aprova a propositura da ação social*."* (ADAMEK, **Responsabilidade civil dos administradores de S/A**, p. 379)

Nelson Eizirik (**Temas de direito societário.** Rio de Janeio: Renovar, 2005, p. 102) lembra que na hipótese da ação social *ut singuli*, a presunção de que o acionista está defendendo o interesse social é relativa, de vez que a vontade social foi manifestada em sentido contrário.

de responsabilidades por atos praticados durante sua gestão. Enquanto não haja a prescrição da matéria, poderá o tema ser discutido em nova assembleia.[94]

Assim, será da Assembleia geral a competência para deliberar sobre a matéria, uma vez que ela é o órgão representativo da vontade de todos os acionistas. Haveria um gritante conflito de interesses em autorizar outro órgão, como o Conselho ou a Diretoria, decidir sobre a proposta de ação judicial visando a responsabilização de seus próprios membros.

Em resumo, duas são as ações sociais possíveis, que têm por objetivo preservar o interesse social e tem na companhia a beneficiária de seus resultados:

(i) Ação social *ut universi*. É a ação proposta pela própria sociedade visando a recomposição das perdas experimentadas por ela em razão de ação ilícita dos administradores.

(ii) Ação social *ut singuli.* É a ação social dos sócios. Busca recompor danos da sociedade, mas possui os acionistas como substitutos processuais. Há a busca da reparação do prejuízo como um todo e não apenas da quota-parte equivalente a sua posição acionária. Os ganhos obtidos com a ação revertem-se integralmente à companhia.

Atualmente, como estão concebidas, as ações *ut singuli* são raras, uma vez que não há incentivo por parte dos acionistas em patrociná-las. Além disso, os custos processuais de um eventual insucesso deverão ser por eles arcados, o que certamente desestimula a alternativa de responsabilização da administração. Na Inglaterra e Alemanha há mecanismos para que tais custos sejam suportados pela companhia, incentivado a ação dos acionistas. No Brasil não há previsão análoga, restando ao acionista esquecer e buscar proteção ao se desfazer das ações que possuía.[95]

[94] ADAMEK, **Responsabilidade civil dos administradores de S/A**, p. 346.
[95] ADAMEK, **Responsabilidade civil dos administradores de S/A**, p. 369.

A Lei das S/A permite duas formas de ação *ut singuli*: (i) substitutiva, ou seja, por substituição processual derivada, que é aquela proposta por qualquer acionista depois de decorrido o prazo de três meses - necessário para que o acionista se torne parte legítima; (ii) por substituição originária ou ação derivativa que é aquela proposta por acionistas que representem no mínimo 5% do capital social da companhia, quando a assembleia delibera por não propor a ação de responsabilidade contra os administradores.[96] Essa é a *Derivative Action* amplamente usada em outros países, e que tutela os interesses dos acionistas minoritários.

Esse tipo de ação de minoria gerou um fenômeno no direito societário norte-americano chamado de *strike suits*. Essencialmente, indivíduos adquiriam ações de companhias visando apenas detectar falhas de gestão para então propor ações de responsabilização contra a administração. Em decorrência desse fenômeno, existe atualmente uma limitação desse tipo de litigância, em razão de algumas restrições que foram criadas. A necessidade de ser acionista no momento em que o suposto ato ilícito ocorreu é um exemplo desse tipo de medida, uma vez que evita a compra de ações de maneira oportunista. Ainda, a necessidade de caução do juízo, para garantir custas judiciais, também é uma medida pensada para desestimular tal litigância.

Apesar das críticas, os *strike suits* tiveram um aspecto positivo, já que os administradores tiveram que se tornar mais diligentes na condução dos negócios das empresas, evitando situações de conflito de interesses e quebra de deveres fiduciários, que poderiam gerar processos de responsabilização pessoal.[97]

Já a ação individual parte do princípio da existência de um dano direto causado ao patrimônio de terceiros. Não há reparação de danos da companhia, mas sim do próprio patrimônio do prejudicado. Para propor a ação individual, não há necessidade de deliberação de Assembleia, já que não há interesse da companhia envolvida. Também não há necessidade de se observar prazos específicos para a sua propositura. O acionista, ou terceiro prejudicado, precisa apenas demonstrar a ocorrência de prejuízo direto ao seu patrimônio em razão do ato ilícito do

[96] EIZIRIK, **A lei das S/A comentada**: artigos 121 a 188, p.412.
[97] ADAMEK, **Responsabilidade civil dos administradores de S/A**, p.375.

administrador. O prejuízo indireto, ou seja, aquele causado à empresa e que, por consequência, afeta o valor da ação do acionista, deve ser reclamado por meio de ação social.

Modesto Carvalhosa escreve que a linha divisória ou distintiva entre o objeto da ação social e o da individual é extremamente tênue. Define, assim, três critérios para distingui-las:

> a) o prejuízo de natureza diversa, em que não se verifica dano material direto à companhia, como no caso do uso de informações confidenciais pelos administradores, em que os acionistas não possuem igualdade de condições em relação aos *insiders*;
>
> b) o do dano personalizado, em que são encontrados todos os atos ilegais, antiestatutários e com abuso e desvio de poder, discriminadamente dirigido a determinado acionista, como a recusa do fornecimento de certidões que trata o art. 100 da Lei das S/A;
>
> c) o da existência de relação contratual direta entre o acionista e o administrador, como na hipótese de abuso na utilização de procuração outorgada pelo acionista, na forma e para efeitos do art. 126.

Assim, como exemplo de situações em que a ação individual poderia ser utilizada, vale a pena citar eventuais demandas de credores ou fornecedores em razão de dados falsos de balanço e ações judiciais visando a reparação de danos causados em razão da utilização de informação privilegiada, prejudicando determinados acionistas.

Os contratos de D&O respondem às ações sociais de maneiras distintas. Algumas apólices definirão que uma *reclamação* é qualquer processo, independente de sua natureza - incluindo, aqui, as ações individuais. Esse conceito de reclamação normalmente estará vinculado às coberturas “A” e “B”, normalmente sem aplicação de franquia. Outras buscarão definir que “Reclamação de Mercado de Capitais” ou “Referente a Valores Mobiliários” serão aquelas circunstâncias de ações sociais e individuais, assim como aquelas ações movidas contra a empresa, em razão de sua

condição de companhia sujeita às regras de transação com valores mobiliários. Semanticamente, essa parece ser a solução mais acertada, mas, dependendo de como o contrato estiver estruturado, poderá resultar em restrição de cobertura.

Tal restrição pode surgir porque a garantia “C” é aquela que extrapola o conceito de proteção aos administradores para cobrir também a entidade (pessoa jurídica) quando existe alguma violação dos regulamentos vigentes quanto às transações de valores mobiliários. Normalmente, existe uma franquia diferenciada para esse tipo de reclamação. Assim, caso a definição “Reclamação de Mercado de Capitais” ou “Referente a Valores Mobiliários” remeta tanto àqueles processos contra a pessoa física, quanto àqueles contra a pessoa jurídica, poderá o contratante da apólice ter que arcar com uma franquia em ambas as situações quando, tradicionalmente, os contratos estipulam franquia zero para reclamações contra administradores.

Apesar de parecer uma cobertura de simples compreensão, essa é apenas uma diferença de escopo de cobertura. A análise dos contratos existentes no mercado nos permite concluir que existem inúmeras peculiaridades nessa garantia, possibilitando diferentes combinações de cobertura.

Um escopo mais abrangente de cobertura é aquele que ampara reclamações decorrentes de violação da legislação de valores mobiliários de maneira ampla ou permite amparar reclamações decorrentes de qualquer ato danoso proveniente de operações com valores mobiliários, não limitando que esses sejam da própria empresa contratante do seguro. Essa situação permitiria amparar a situação em que uma empresa possa a vir a ser responsabilizada por transacionar com valores mobiliários de outra. Como exemplo, poderia se imaginar a situação em que uma companhia compra opções de ações de uma concorrente, pensando em uma aquisição futura de controle. Caso haja alguma violação da legislação de mercado de capitais e uma eventual punição à empresa, esta poderia estar amparada pela cobertura “C” da apólice, mesmo identificando que a violação não veio das transações com os seus próprios valores mobiliários. Apesar de existirem contratos que permitam tal interpretação, esta prática não é a usualmente adotada no mercado internacional de D&O. Possivelmente a redação observada nestes contratos demonstra alguma imprecisão, o que permitirá a interpretação acima descrita.

Outra possibilidade de cobertura é aquela que descreve amparo a “qualquer reclamação em razão da própria condição de capital aberto da empresa”. Assim, um processo que se origine dentro de um ambiente autorregulado visando apurar uma conduta contrária ao regulamento existente, seria passível de cobertura. Como ambiente autorregulado podemos citar a BMFBovespa, com seus regulamentos específicos que devem ser observados por todas as empresas nela listadas, estando sujeitas a processo administrativo e sanções específicas.

No entanto, ao delimitar que a reclamação deve decorrer de “sua própria condição” ou “de seus próprios valores mobiliários”, há uma restrição de cobertura, já que somente estariam amparadas as irregularidades decorrentes das transações envolvendo seus próprios valores mobiliários. Não haveria, assim, cobertura caso as transações irregulares sejam com papéis de outra companhia.

Um desenho um pouco mais restritivo fará menção à cobertura de reclamações provenientes de “órgãos do governo” - no caso de valores mobiliários, a CVM. Assim, apenas reclamações originadas do regulador estariam cobertas. O aspecto restritivo estaria em não amparar reclamações provenientes de investigações ou processos iniciados em ambiente privado, autorregulados.

Nesse sentido, um ponto a se questionar seria se fiscalizações de ambientes autorregulados estariam ou não amparadas na cobertura “C”. Isso decorre do fato de que esses ambientes privados possuem regulamentação perante a CVM, mais especificamente a instrução CVM 461, de 23 de Outubro de 2007, que disciplina o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários, bem como a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Essa instrução ainda criou algumas formas de autorregulamentação do mercado de valores mobiliários, estipulando regras gerais de sua constituição, operação e atribuições.

> Art. 36. O Departamento de Autorregulação, o Diretor do Departamento de Autorregulação e o Conselho de Autorregulação são os órgãos da entidade administradora encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora.

Esse departamento de autorregulamentação tem autonomia na fiscalização e supervisão das operações que são realizadas nos mercados que estão sob sua responsabilidade, chamando entidades, bem como pessoas autorizadas a operar nesse ambiente, a prover esclarecimentos sobre as operações realizadas. Como atribuições principais, podemos citar, conforme art. 43 da mencionada instrução:

> I - fiscalizar as operações realizadas nos mercados administrados pela entidade, com intuito de detectar eventuais descumprimentos que possam configurar infrações às normas legais e regulamentares;
>
> II – fiscalizar, direta e amplamente, as pessoas autorizadas a operar;
>
> III - apontar deficiências no cumprimento das normas legais e regulamentares verificadas no funcionamento dos mercados administrados pela entidade, ainda que imputáveis à própria entidade administradora, bem como nas atividades das pessoas autorizadas a operar, acompanhando os programas e medidas adotadas para saná-las;
>
> IV – instaurar, instruir e conduzir processos administrativos disciplinares para apurar as infrações das normas que lhe incumbe fiscalizar;
>
> V – propor ao Conselho de Autorregulação a aplicação das penalidades previstas no art. 49, quando cabível; e
>
> VI – tomar conhecimento das reclamações efetuadas quanto ao funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários administrados pela entidade, acompanhando seu andamento e as medidas decorrentes de seu recebimento.

Como observado, os poderes atribuídos aos órgãos de autorregulação derivam de regras claras de origem estatal – Instrução CVM 461. Sua competência de atuação também está vinculada à fiscalização e verificação de aderência e regularidade com as normas de valores mobiliários vigentes. Nesse sentido, qualquer cobertura “C” que ampare exclusivamente reclamações de órgãos governamentais excluirá aquelas que tramitem em ambientes autorregulados.

A análise dos contratos existentes no mercado mostra ainda a possibilidade de cobertura de reclamações quando houver violação de normativos “municipais, estaduais ou federais” reguladores de valores mobiliários da própria companhia. Tal disposição contratual coloca em dúvida o amparo quanto aos processos originados em âmbito de autorregulação. A cobertura ainda pode ficar mais restrita se

processos administrativos regulatórios forem amparados no caso de apenas um administrador estar presente no polo passivo.

Como observado, existem algumas combinações de cobertura possíveis. De maneira resumida, os principais aspectos a serem observados e questionados no momento da contratação dessa garantia seriam os seguintes:

(i) Há amparo quanto à violação das regras de valores mobiliários apenas da empresa contratante, ou também de terceiros?

(ii) Apenas o processo de supervisão e fiscalização da CVM estaria amparado? Há previsão clara de cobertura para ambientes autorregulados?

(iii) Apenas a empresa no polo passivo é suficiente para acionar a cobertura “C” em caso de um processo administrativo? Há a necessidade da presença de um administrador para que o segurado tenha acesso a essa garantia?

Outro aspecto relevante a ser observado é que o art. 49 da Instrução CVM 461 estipula que a violação às normas fiscalizadas em ambiente autorregulado estará sujeita às penalidades previstas em regulamento, havendo, inclusive, o instituto do termo de compromisso como meio possível de solução de conflitos. Outro aspecto relevante é o de que a infração será comunicada à CVM para que esta inicie novo procedimento administrativo a seu critério.

A definição de *reclamação* das apólices normalmente faz menção a “processos administrativos”, não delimitando qual a sua origem - estatal, via CVM ou de autorregulação, via BMFBovespa, por exemplo. Assim, um processo administrativo em âmbito de autorregulação estaria coberto caso o processo recaia contra seus administradores. Da mesma maneira, um procedimento administrativo contra a empresa deveria estar amparado na definição de “Reclamação de Valores Mobiliários”, sendo amparado por meio da Cobertura “C”.

Por fim, é importante ressaltar que o art. 49 da Instrução CVM 401 delimita as penalidades possíveis de serem aplicadas em um ambiente autorregulado. Como discutido, o melhor escopo de cobertura existente deve considerar cobertura às reclamações originadas em ambiente autorregulado e disto surge a possibilidade de um mesmo fato gerador ser investigado tanto pelo ambiente privado, quanto pelo

órgão regulador (CVM). Nesse caso, merecem destaque os parágrafos abaixo do referido artigo:

> §4º O investigado pode requerer que a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso celebrado no âmbito da autorregulação, seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso.
>
> §5º No julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM poderá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da autorregulação.
>
> §6º Em processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados no âmbito da autorregulação, a pena máxima prevista no art. 11, §1º, da Lei 6.385, de 1976, deve ser calculada somando-se a pena imposta pela autorregulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza.

Da leitura dos artigos acima, pode-se concluir que há a possibilidade de celebração de dois acordos – um, com a entidade autorregulada, e outro, com a CVM - decorrentes do mesmo fato gerador. De posse das observações feitas neste capítulo, poderá o segurado ter cobertura de ambos os termos, uma vez que foi resultado de dois procedimentos administrativos distintos.

5) CONCLUSÃO

Discutir a responsabilização dos administradores passa, obrigatoriamente, pela análise dos deveres fiduciários que estes possuem com a companhia em que atuam. Entender as repercussões que as decisões tomadas no dia a dia da empresa podem ter na esfera pessoal dos administradores significa, inclusive, compreender quais tipos de estímulos externos são dados à assunção de riscos, inerente a qualquer atividade empresarial. O Estado, por sua vez, tem papel fundamental no desenvolvimento do mercado de capitais e da estrutura empresarial do país ao permitir ambientes regulatórios e legais que possibilitem tomada de decisões arriscadas, sem condenar, de maneira absoluta, a negligência.

Algumas empresas possuem dois órgãos de gestão: a diretoria e um conselho de administração – em estruturas empresariais mais simplificadas, apenas a primeira. O conselho possui atribuições estratégicas, definindo as diretrizes “macroscópicas” da companhia. Seus membros atuam de maneira colegiada e em negócios relevantes como decisões de investimentos, fusões ou aquisições. Já os membros da diretoria, com papel executivo e responsabilidades individuais, são os representantes oficiais da companhia para o mundo exterior, vinculando a empresa a terceiros.

A lei define que, via de regra, os administradores não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações que assumem em nome da sociedade. No entanto, quando agirem com culpa ou dolo, ou ainda em violação ao estatuto, poderão ser pessoalmente responsáveis. Nesses casos de violação de lei ou estatuto, caberá ao administrador provar que agiu de maneira diligente, para buscar eximir-se de responsabilização. A lei define alguns *standards* de conduta que deverão ser moldados às decisões empresariais, sendo eles o dever de diligência, a finalidade das atribuições e desvio de poder, o dever de lealdade, o dever de se evitar conflito de interesses e o dever de informar.

O dever de diligência impõe ao administrador um cuidado especial na condução da atividade empresarial. O *standard* que se impõe é o do “cuidado e diligência do homem ativo e probo” que se reflete em administradores qualificados que tomam decisões informadas, embasadas e que mantêm vigilância da atividade da companhia, monitorando, investigando e fiscalizando o dia a dia da empresa.

A finalidade das atribuições e o desvio de poder refletem na “função social da companhia”, o que significa buscar um equilíbrio entre o interesse privado e o público. Nessa linha, é dever dos administradores bem administrar a companhia em consonância com seu objeto social, buscando os interesses sociais e respeitando o bem público e a função social da empresa.

O dever de lealdade descreve as situações em que o administrador atua buscando os interesses da companhia e não os seus próprios ou de terceiros. Viola o dever de lealdade aquele que se aproveita de oportunidade comercial de que tenha conhecimento; omite-se em proteger direitos da companhia; ou compra e vende bens de interesse da empresa. A conduta do *insider trading* se mostra como exemplo claro de violação ao dever de lealdade, uma vez que para a caracterização do delito há a utilização de informação privilegiada em benefício próprio gerando um desequilíbrio de posições entre o detentor das informações e os demais participantes do mercado.

O conflito de interesses surge quando entre administrador e companhia existem interesses conflitantes, que os colocam em lados opostos. A legislação veda ao administrador participar de operações que tenha interesses conflitantes com o da companhia, obrigando-o a comunicar eventual impedimento que o afete. Assim, o administrador deverá se abster de qualquer decisão, sob pena de violação desse dever fiduciário. Existe a possibilidade de aprovação de operações com administradores, desde que elas respeitem os procedimentos descritos e sejam celebradas em condições razoáveis e equitativas ao estabelecido pelo mercado.

Por último, o dever de informar reflete a publicidade dos fatos ou o *full discosure.* Visa garantir a disseminação de informações relevantes a todos os participantes do mercado, de maneira equânime. Significa disponibilizar informações relevantes sobre a companhia a acionistas e potenciais investidores, permitindo que todos tomem decisões fundamentadas de investimento. O dever de informar reflete na

própria administração, que deve comunicar dados sobre suas posições acionárias na empresa, assim como qualquer fato relevante que possa influir de maneira significativa na decisão de venda ou compra dos valores mobiliários emitidos pela companhia. Existe, inclusive, instrução CVM que estabelece o que seria um “fato relevante”, exemplificando e dando diretrizes de como identificar situações que precisam ser comunicadas a mercado.

Ainda fazendo referência aos deveres fiduciários dos administradores, importante é a discussão do *business judgement rule,* regra desenvolvida por tribunais norte-americanos que possibilita aos administradores a livre atuação dentro de certos limites, permitindo que eles avaliem a conveniência e a oportunidade de determinadas decisões visando sempre o fim social da companhia. Trata-se de um verdadeiro limitador da atuação do judiciário, que não poderá intervir em decisões tomadas de maneira diligente, embasada e de boa-fé, estimulando, assim, que os administradores assumam riscos e não sejam pessoalmente demandados por decisões que pareciam ser as mais adequadas no contexto em que foram tomadas. Pode-se perceber que os deveres de diligência e de lealdade – *duty of care* e *duty of loyalty* – permeiam as decisões que podem ser validadas pelo princípio do *business judgement rule.*

Uma decisão questionada no judiciário será elegível ao *business judgement rule* – ou seja, não resultará em responsabilização pessoal dos administradores – se for diligente e informada, atendendo a três níveis de adequação: (i) a decisão questionada dever ser uma decisão de negócio cabível exclusivamente à administração; (ii) não deve haver indícios de negligência, conflito de interesse ou quebra do dever de lealdade; e (iii) o processo decisório deve ser embasado, com decisão fundamentada. Em resumo, trata-se de verificar que a decisão foi informada, refletida e desinteressada, para se verificar adequação à regra do *business judgement rule.*

Quanto aos aspectos gerais do seguro, constatou-se que o contrato de D&O é formatado de acordo com regramento emitido pelo regulador – SUSEP. Possui regras específicas de contratação por meio de corretor de seguros, em território nacional e com pagamento do prêmio em moeda estrangeira em circunstâncias especialíssimas. É também um seguro que cobre outros aspectos além da

responsabilidade civil, sendo estruturado em uma apólice a base de reclamações – *claims made.*

Ainda, observou-se que o seguro é apresentado em três garantias – “A”, “B” e “C” – sendo as duas primeiras fluxos de pagamento de indenização distintos, respectivamente, pagamento direto ao administrador e reembolso à empresa pelos pagamentos realizados. A cobertura “C”, por sua vez, garante indenização à empresa quando houver reclamações que aleguem descumprimento de normas reguladoras da comercialização de valores mobiliários.

As definições existentes no contrato D&O devem ser estudadas com cautela, uma vez que podem delimitar escopos de cobertura muito distintos. A definição de controladas e/ou subsidiárias discutiu a questão da cobertura automática a essas entidades, assim como a questão do “controle” definido em lei e os impactos que tal definição pode ter no escopo de cobertura da apólice. Além disso, foi delimitada a importância da definição de “perda de condição de subsidiária”, que tratará de amparar os atos danosos praticados pela administração até a venda do controle da subsidiária enquanto a apólice for renovada.

Ainda as definições de perda, notificação, reclamação e segurado compõem a essência do que se busca cobrir com a apólice ao definir: (i) *o que está coberto* – por meio da definição de “perda”; (ii) *quem está coberto* – por meio da definição de “segurado”; e (iii) quando está coberto – em razão dos conceitos de “reclamação” e “notificação”, sendo a primeira um processo, procedimento ou investigação existente contra um segurado e a segunda, uma mera expectativa, representada por um evento potencialmente danoso que poderá gerar reclamações futuras amparadas pela apólice que foi notificada.

Poluição, poluente e danos ambientais possuem a peculiaridade de remeter a uma definição que tem como “gatilho” o evento de poluição, necessitando de interpretação distinta caso o objetivo seja a cobertura de danos ambientais de modo mais amplo. A cobertura de descontaminação e despoluição normalmente não é encontrada no mercado e a prática de atividades não licenciadas pode ser interpretada como risco inerente a essa modalidade de seguro, já que pode ser fruto de uma negligência do administrador.

A definição de alteração de risco, por sua vez, ficou constatada que se trata de uma definição “negativa”, já que as situações ali delimitadas causarão a interrupção de cobertura para novos atos danosos.

No que se refere às coberturas diferenciadas, constatou-se que a penhora *online* e a indisponibilidade de bens são institutos distintos, que possuem consequências diversas no patrimônio do afetado. A primeira, normalmente, bloqueará valores existentes em conta corrente ou demais contas bancárias do segurado, enquanto o segundo afetará a disponibilidade de bens e, eventualmente, contas e rendimentos do segurado. A indisponibilidade é mais severa e duradoura e normalmente decorre de situações extremas, concedida em situações que se comprove perigo ou quando há efetivo receio de dilapidação de patrimônio ou desvio de bens. O pagamento das perdas decorrentes de penhora *online* e indisponibilidade de bens pareceu ser a cobertura pretendida pelas seguradoras, mas que pode variar de escopo quando analisada contrato por contrato.

Inabilitação e cobertura de excesso foram outras duas coberturas diferenciadas analisadas e que são concedidas pela maior parte do mercado segurador. A primeira visa garantir os rendimentos que o administrador deixou de ganhar em virtude de sua inabilitação e a segunda possibilitará uma importância segurada adicional a alguns executivos em caso de sinistro severo que esgote a importância segurada contratada.

O processo administrativo da CVM foi tangibilizado em todas as suas etapas, demonstrando como a apólice responde em cada momento distinto. Inicialmente, com o inquérito administrativo; em uma segunda etapa, com o processo administrativo sancionador e, eventualmente, com o termo de compromisso proposto como meio de solução da controvérsia investigada. Este, por sua vez, entendido como um acordo de caráter consensual entre CVM e investigado, que suspende qualquer medida punitiva por meio de sua celebração não havendo qualquer confissão ou reconhecimento da ilicitude da conduta.

O *Insider Trading* demanda uma reflexão a respeito da natureza da ilicitude cometida para compreender os possíveis impactos de cobertura no seguro D&O. Para esse tipo de prática, o mercado segurador ainda responde de maneira diversa, sendo possíveis algumas alternativas de regulação do sinistro, que poderão variar da sua cobertura a sua negativa, dependendo das circunstâncias apuradas no caso concreto.

Foram ainda estudados os reflexos das ações sociais e individuais em âmbito da cobertura para reclamações de mercado de capitais ou cobertura “C”, e foram obtidas algumas conclusões interessantes. Dentre elas, importante citar a discrepância de entendimentos entre seguradoras a respeito de cobertura para reclamações decorrentes de ambientes autorregulados, essencial no atual ambiente de desenvolvimento de mercado de capitais do Brasil, onde instituições como BM&FBovespa e ANBIMA possuem ambientes autorregulados com normas rígidas e que muitas vezes auxiliam o regulador na sua atividade de fiscalização e supervisão.

Por fim, acredita-se que esta monografia permitiu a comparação dos mais diversos aspectos de cobertura existentes no mercado, concluindo que há inúmeras peculiaridades entre as apólices, já que a linguagem contratual varia muito entre as seguradoras. Além disso, permitiu-se a reflexão sobre temas polêmicos que hoje são discutidos não apenas no mercado segurador, como também entre o público comprador deste tipo de proteção patrimonial.

6) REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade civil dos administradores de S.A**: e ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009.

BACELLAR FILHO, Romeu. **Direito administrativo**. São Paulo: Saraiva, 2005.

BALOTTI, R Frankiln; JANKS Jr, James J. Rejudging the business judment rule. *The business lawyer*, v.48, August 1993.

BEDICKS, Heloisa Belotti. **Governança corporativa e dispersão de capital**: múltiplos casos no Brasil. São Paulo: Saint Paul, 2009.

BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa** – fundamentos jurídicos e regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

BLIND Justice. **The Economist**, 2013. Disponível em: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21577064-why-have-so-few-bankers-gone-jail-their-part-crisis-blind-justice>. Acesso em: 15 maio 2013.

BRANSON, Douglas M. The Rule That Isn't a Rule. **The Business Judgment Rule**, n. 36, Val. U. L. Rev. 631, 2002. Available at: http://scholar.valpo.edu/vulr/vol36/iss3/3. Acesso15 de junho 2013.

CARVALHOSA, Modesto. **A nova Lei das S.A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. Vol. 3. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2003.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das sociedades anônimas**: lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, artigos 138 a 205. Vol. 3. São Paulo: Saraiva, 1997.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**: lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001. Vol. 1. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

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

CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control: British Business Transformed**. New York: Oxford University Press, 2008.

CHOPER, Jesse H.; COFFEE, John C.; MORRIS, C. Robert; GILSON, J. Ronald. **Cases and Materials on Corporations**. 7th ed New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2008.

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

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

DIREITO societário: desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

EIZIRIK, Nelson**. A lei das S.A comentada**: artigos 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de direito societário**. Rio de Janeio: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FARIA, Clara Beatriz Lourenço de. **O seguro D & O como instrumento de proteção patrimonial dos administradores de sociedades limitadas e anônimas**. São Paulo: Almedina, 2011.

FILGUEIRAS, Patrícia Martins. **Derivativos e governança corporativa**: uma breve visão jurídica. 2010. 125 fls. TCCP (Especialização em Direito do Mercado Financeiro e de Capitais – LLM – Insper, São Paulo, 2010.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. 18. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

FRIEDMAN, Thomas L. **That Used to Be Us**. New York, NY: Picador, 2011.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GOMES, Orlando; BRITO, Edvaldo (Cood.). **Contratos**. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

HAMILTON, Robert W. **The law of corporations**. 5 ed. St. Paul, Minn: West Group, 2000.

KRAAKMAN, Reinier H.; DAVIES, Paul; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard. **The Anatomy of Corporate Law**: a Comparative and Functional Approach. New York: Oxford University Press, 2004.

LACERDA, Sampaio de. **Comentários à Lei das S.A**. Vol. 3. São Paulo: Saraiva, 1978.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, Jose Luiz Bulhões. **A Lei das S/A***:* pareceres. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LANCELLOTTI, Renata Weingrill. **Governança corporativa na recuperação judicial**: lei nº 11.101/2005. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das sociedades por ações anotada**. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

LOBO, Jorge. **Direitos dos acionistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MACEY, Jonathan R. **The Iconic cases in corporate law**. St. Paul: Thomson West, 2008.

MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. **Corporate Governance**. 5th ed. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd, 2011.

NEVES, Vanessa Ramalhete Santos. **Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.

O'SULLIVAN, Noel. Insuring the Agents: The Role of Directors' and Officers' Insurance in Corporate Governance. **The Journal of Risk and Insurance,** v. 64, n. 3, Sep. 1997, p.545-556.

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

PINTO RIOS, Alexandre Carvalho. Como identificar um fato relevante? **Revista Capital Aberto**. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=93&i=3331>. Acesso em: 25 maio 2013.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading:** regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da governança corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

SANTO, Lígia Kirsten Espírito. **A legitimidade do poder de controle nas sociedades anônimas.** 2010. 99 fls. TCCP (Pós-graduação *lato sensu* em Direito Societário – LLM) – Insper, São Paulo, 2010.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais**: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. O termo de compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários. **Interesse Público**, n.53, Belo Horizonte, Editora Fórum, Ano XI, 2009, p.144.

SANTOS, Raphael Romeiro. **A crise do subprime e os efeitos nas empresas brasileiras**. 2012. 14 fls. TCCP (Especialização em Gestão de Finanças – CFM) – Insper, São Paulo, 2012.

SEPULCRE, Marcelo Gregorio. **Caos corporativo**: governança, negligência, especulação e conflito de agência. 2010. 30 fls. TCCP (Especialização em gestão de negócios – CBA) – Insper, São Paulo, 2010.

SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL**. Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp> Acesso em: 13 maio 2013.

THE AMERICAN LAW INSTITUTE. **Principles of corporate governance**: analysis and recomendations. Vol.1. St. Paul, Minn.: American Law Institute Publisher, 1994.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **O conselho de administração na sociedade anônima**: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

WAISBERG, Ivo. **Responsabilidade civil dos administradores de bancos comerciais**: regimes especiais: intervenção, liquidação extrajudicial e regime de administração especial temporária – RAET. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. O termo de compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários. **Interesse Público**, Belo Horizonte, v. 11, n. 53, jan. 2009. Disponível em: <http://bdjur.stj.jus.br/dspace/handle/2011/36114>. Acesso em: 24 fev. 2011.