

INSTITUTO BRASILIENSE DE DIREITO PÚBLICO
ESCOLA DE DIREITO E ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA
MESTRADO PROFISSIONAL EM DIREITO

VINCENZO PAPARIELLO JUNIOR

**RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS
NÃO-FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO PELO USO ESPECULATIVO DE
INSTRUMENTOS DERIVATIVOS**

BRASÍLIA

2020

VINCENZO PAPARIELLO JUNIOR

**RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS
NÃO-FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO PELO USO ESPECULATIVO DE
INSTRUMENTOS DERIVATIVOS**

Dissertação de Mestrado desenvolvida no Programa
de Mestrado Profissional em Direito, sob a orientação
do professor Marlon Tomazette

BRASÍLIA

2020

VINCENZO PAPARIELLO JUNIOR

**RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS
NÃO-FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO PELO USO ESPECULATIVO DE
INSTRUMENTOS DERIVATIVOS**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de
Pós-Graduação Stricto Sensu em Direito do IDP

07/10/2020

BANCA EXAMINADORA

Prof. Marlon Tomazette
Instituto Brasiliense de Direito Público

Prof. Guilherme Pereira Pinheiro
Instituto Brasiliense de Direito Público

Prof. Henrique Haruki Arake Cavalcante
Centro Universitário de Brasília

A meus filhos, minha esposa e meus pais.

SUMÁRIO:

INTRODUÇÃO	9
1 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS	11
1.1 MERCADO FINANCEIRO	11
1.2 MERCADO DE CAPITAIS	16
2. MERCADO DE DERIVATIVOS	20
2.1 ORIGEM E CONCEITO	20
2.2 FINALIDADES DOS DERIVATIVOS.....	22
2.3 ESPÉCIES DE MERCADO DE DERIVATIVOS.....	22
2.3.1 MERCADO DE FUTUROS	23
2.3.2 Mercado a Termo	24
2.3.3 Mercado de Swaps	25
2.3.4 Mercado de Derivativos de Crédito	26
2.3.5 Mercado de Opções.....	27
2.4 CONSIDERAÇÕES SOBRE RISCOS.....	35
2.4.1 Riscos no mercado de derivativos.....	35
2.4.2 Gerenciamento de riscos para todos os usuários de derivativos.....	35
3 SOCIEDADES ANÔNIMAS NÃO-FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO.....	37
3.1 ACESSO AO MERCADO DE CAPITAIS	37
3.2 SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	38
3.2.1. <i>Diferença jurídica e social das sociedades anônimas financeiras e não-financeiras</i>	42
3.2.1.1 Gerenciamento de riscos para instituições financeiras (empresas financeiras).....	43
3.2.1.2 Gerenciamento de riscos para instituições não-financeiras (empresas não-financeiras).....	45
3.2.2 <i>Administração da sociedade</i>	46
3.2.3 <i>Business Judgment Rule</i>	53
3.2.4 <i>Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas</i>	57
3.2.4.1 Responsabilidade civil.....	57
3.2.4.2 Responsabilidade dos administradores.....	60
3.2.4.3 Responsabilidade dos administradores perante a Comissão de Valores Mobiliários.....	64
4 CASO SADIA E ARACRUZ CELULOSE.....	67
4.1. OBJETO SOCIAL E ATOS <i>ULTRA VIRES SOCIETATIS</i>	67
4.1.1 <i>Objeto Social</i>	67
4.1.2 <i>Teoria dos Atos Ultra Vires Societatis</i>	68
4.2 FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA	75

4.3. OPERAÇÕES ESPECULATIVAS UTILIZADAS	79
4.4. CRISE FINANCEIRA DE 2008.....	82
4.4.1 <i>Securitização</i>	83
4.4.2 <i>Motivos que levaram à crise</i>	86
4.5 IMPACTO DO USO ESPECULATIVO DE INSTRUMENTOS DERIVATIVOS	90
4.6 RESPONSABILIZAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DA SADIA S.A. E DA ARACRUZ CELULOSE S.A	93
4.6.1 <i>No âmbito do Poder Judiciário</i>	93
4.6.2 <i>No âmbito da Comissão de Valores Mobiliários</i>	95
CONCLUSÃO	100
REFERÊNCIAS.....	102

RESUMO:

A crise financeira de 2008, iniciada nos Estados Unidos da América, teve grandes repercussões no Brasil, principalmente para aqueles que estavam apostando contra o dólar por meio de instrumentos derivativos. Nesse universo, se enquadram algumas empresas não-financeiras, que não deveriam se aventurar por um terreno tão complexo quanto o mundo dos derivativos. Inicialmente, foram apresentados conceitos sobre mercado financeiro, mercado de capitais e mercado de derivativos. Logo em seguida, passou-se a conceituar sociedades anônimas e seus órgãos, principalmente a diretoria e o Conselho de Administração. Discutiu-se o dever de diligência e o *business judgement rule*. Foi abordada a diferença entre empresas financeiras e empresas não financeiras e a noção de responsabilidade civil, com ênfase na responsabilidade dos administradores, inclusive por atos *ultra vires*. Por fim, foi feito um estudo do caso Sadia e Aracruz Celulose, empresas que tiveram problemas com o uso especulativo de instrumentos derivativos. Nesse sentido, o objetivo é exatamente realizar uma análise da responsabilidade dos administradores de empresas não-financeiras de capital aberto pelo uso especulativo de instrumentos derivativos. Para isso, foi realizada uma revisão bibliográfica dos principais autores que tratam sobre o tema em questão, bem como processos no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários relacionados com as empresas do nosso estudo de caso. Como conclusão, percebeu-se a importância do dever de diligência dos administradores e a necessidade de sua atuação *intra vires*, bem como os riscos envolvidos quando empresas não-financeiras atuam no mercado de derivativos.

Palavras-chave: direito empresarial; responsabilidade dos administradores; derivativos; *ultra vires*; dever de diligência; Sadia; Aracruz.

ABSTRACT:

The 2008 financial crisis, which started in the United States of America, had major repercussions in Brazil, especially for those who were betting against the dollar through derivative instruments. In this universe, some non-financial companies are included, which should not venture into a terrain as complex as the world of derivatives. Initially, concepts on the financial market, capital markets and derivatives market were presented. Soon thereafter, the corporations and their bodies started to be conceptualized, mainly the executive board and the Board of Directors. The duty of care and the business judgment rule were discussed. The difference between financial and non-financial companies and the notion of civil liability was addressed, with an emphasis on the Corporation manager's responsibility, including for *ultra vires* acts. Finally, a study of the Sadia and Aracruz Celulose case was made, companies that had problems with the speculative use of derivative instruments. In this sense, the objective is exactly to carry out an analysis of the responsibility of the managers of publicly traded non-financial companies for the speculative use of derivative instruments. For this, a bibliographic review of the main authors dealing with the subject in question was carried out, as well as processes within the Securities and Exchange Commission related to the companies in our case study. As a conclusion, it was noticed the importance of the managers' duty of care and the need for their *intra vires* performance, as well as the risks involved when non-financial companies operate in the derivatives market.

Palavras-chave: Commercial law; Corporation manager's responsibilities; derivatives; *ultra vires*; due diligence; Sadia; Aracruz.

INTRODUÇÃO

É difícil imaginar o tamanho do mercado imobiliário mundial, dada a sua magnitude. Porém, o mercado de derivativos é maior do que o mercado imobiliário, o de ações e todo o dinheiro do mundo juntos. Os instrumentos derivativos possuem três finalidades básicas: proteção, especulação e arbitragem. Muitas empresas precisam se proteger de algumas variações de determinados ativos, como as exportadoras, que necessitam de proteção contra as alterações na cotação do dólar. O problema acontece quando a proteção se transforma em especulação. Essa fronteira, se ultrapassada, pode trazer enormes prejuízos.

Assim, no contexto de empresas que não possuem o sistema financeiro como seu objeto social, nosso objetivo é analisar a responsabilidade dos administradores pelo uso especulativo de instrumentos derivativos.

Nesse sentido, faremos uma revisão bibliográfica dos principais autores que tratam sobre o tema em questão, bem como discutiremos as poucas decisões judiciais e administrativas que se referem especificamente ao assunto, levando-se em conta que a temática é pouco explorada nos tribunais. Em seguida, faremos um estudo de caso.

No capítulo I, serão abordados conceitos gerais sobre mercado financeiro e de capitais, como meio de obtenção de recursos por empresas, indicando sua importância para o desenvolvimento econômico da sociedade.

Já no capítulo II, entraremos na seara do mercado de derivativos, indicando e explicando suas espécies e suas finalidades, principalmente como proteção (*hedge*). Enfatizaremos, no caso, o mercado de opções.

No capítulo III, discorreremos sobre as sociedades anônimas, tratando sobre o acesso ao mercado de capitais, diferenças entre sociedades financeiras e não-financeiras (e o gerenciamento delas). Nesse mesmo capítulo, falaremos sobre a estrutura de administração de uma sociedade anônima, escrevendo sobre a diretoria e o Conselho de Administração, o dever de diligência e o *business judgement rule*. Depois, será tratada a questão da responsabilidade dos administradores da companhia, tanto civil quanto administrativa. Por fim, vale ressaltar que, neste trabalho, na referência a administradores, inclui-se tanto a diretoria quanto o Conselho de Administração.

O capítulo IV trará uma análise da empresa Sadia S.A. e Aracruz Celulose S.A., envolvidas, em 2008, em problemas com derivativos, o que levou à responsabilização de seus administradores. Optamos por selecionar essas duas empresas pelo fato de ambas representarem casos emblemáticos da crise de 2008, uma vez que tiveram grave impacto, sofrendo grandes

prejuízos com o uso especulativo de instrumentos derivativos e, por serem empresas de capital aberto, obtivemos acesso a vários dados para basear nossos estudos. Ainda nesse capítulo, contextualizaremos a situação da época (crise imobiliária de 2008), os dados financeiros e estatutários da companhia e traremos as principais decisões sobre o caso no âmbito do julgamento na Comissão de Valores Mobiliários. Após esse capítulo, teremos a conclusão do presente trabalho.

1 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

1.1 MERCADO FINANCEIRO

Para ROCHA, HENRIQUES FILHO e CAZETTA (2006, p. 18-19),

Há duas formas principais de financiamento: aquela “(...) que se dá pela atividade creditícia dos bancos e demais instituições financeiras, emprestando recursos próprios ou de terceiros” e a outra “(...) que se dá por captações de recursos realizados pelos tomadores de capitais diretamente junto aos investidores.” Ao conjunto de relações apresentadas na primeira definição se cunhou denominar mercado financeiro ou mercado de crédito (no qual estão as operações bancárias), enquanto o mercado de captação direta de recursos pelos tomadores com os investidores é entendido como mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários.

Segundo PINHEIRO (2009, pag. 92), em uma economia, existem diversos tipos de mercados, que podem ser reunidos em dois grandes grupos: o mercado de produtos e o mercado de fatores. No primeiro, tem-se os bens manufaturados ou serviços, enquanto no segundo, tem-se os fatores de produção.

No contexto do mercado de fatores, tem-se o chamado mercado financeiro, que, segundo esse mesmo autor, pode ser definido como o mecanismo ou ambiente através do qual se produz um intercâmbio de ativos financeiros e se determinam seus preços. São mercados nos quais os recursos financeiros são transferidos desde unidades superavitárias, isto é, que têm um excesso de fundos, até aquelas deficitárias, ou seja, que têm necessidades de fundos. Nesse sentido, os agentes superavitários que desejam aplicar suas poupanças para maximizar ganhos recorrem ao mercado financeiro, investindo suas economias em títulos para receber ganho ao final de determinado período, o que irá financiar as necessidades dos deficitários, que buscam o mercado financeiro para obter crédito.

Assim, para Mosquero (1999 apud ROCHA, HENRIQUES FILHO E CAZETTA, 2006, pág. 18), no mercado financeiro, o fluxo de riqueza não se dá diretamente entre o poupador e o necessitado de crédito. Nesse mercado, a entidade financeira atua como intermediária na relação, ou seja, ela toma os recursos de quem os tem para depois repassá-los a quem deles não dispõe.

Já segundo COSTA FERNANDES, MOTA, ALVES E DUARTE (2018, pág. 35-38), o mercado financeiro é:

Um sistema organizativo que coloca em contato potenciais compradores com potenciais vendedores de activos financeiros, possibilitando, dessa forma, a canalização das poupanças dos aforradores/investidores em instrumentos financeiros para os devedores/investidores em activos reais com reduzidos custos de transação.

Através de uma variedade de técnicas, instrumentos e instituições, os mercados financeiros permitem compatibilizar interesses divergentes destes agentes no que respeita aos preços, montantes, prazos de maturidade e risco dos investimentos. Sem a existência do mercado financeiro, os aforradores/investidores em activos financeiros não teriam a oportunidade de obter juros ou dividendos com a aplicação das suas poupanças, e os investidores em activos reais não teriam a possibilidade de executar planos de investimento que não fossem financiados totalmente por capitais próprios.

Ainda de acordo com COSTA FERNANDES, MOTA, ALVES E DUARTE (2018, pág. 35-38), os mercados financeiros ao estabelecerem a ligação entre agentes com excesso de fundos e agentes com carência de fundos asseguram, por meio de um processo de intermediação financeira, funções básicas.

Na função Captação/Aplicação de Fundos, os mercados financeiros asseguram a função essencial de canalização de fundos de agentes que os têm em excesso para agentes que deles necessitam, por motivos de consumo ou de investimento em ativos reais.

Já na função Escolha Inter-temporal entre Consumo e Investimento, as empresas e os particulares podem ter preferências por um padrão de investimento ou de consumo que não coincide necessariamente com o seu fluxo de rendimento no presente.

Com base na função Determinação do Preço, os mercados financeiros proporcionam uma plataforma centralizada para a negociação global de ativos financeiros, assegurando a determinação do seu preço por meio da interação entre compradores e vendedores. Já pela função Afetação do Risco, os mercados financeiros promovem a transferência de fundos de uma forma que permite a redistribuição do risco associado aos fluxos de caixa gerados por um ativo financeiro.

A função Compatibilização de Prazos de Maturidade dos Investimentos e Aumento de Liquidez permite que os mercados financeiros proporcionem aos detentores de ativos financeiros a possibilidade de os revender com relativa facilidade, tornando esses ativos mais líquidos.

Por sua vez, na função Viabilização do Comércio Internacional, o mercado cambial à vista (segmento do mercado financeiro) permite a viabilização do comércio internacional, facilitando a conversão de poder de compra expresso numa moeda, em poder de compra expresso em outra moeda.

Já na função Agregação e Coordenação de Informação, a transferência de fundos é significativamente afetada pela existência de informação incompleta e assimétrica.

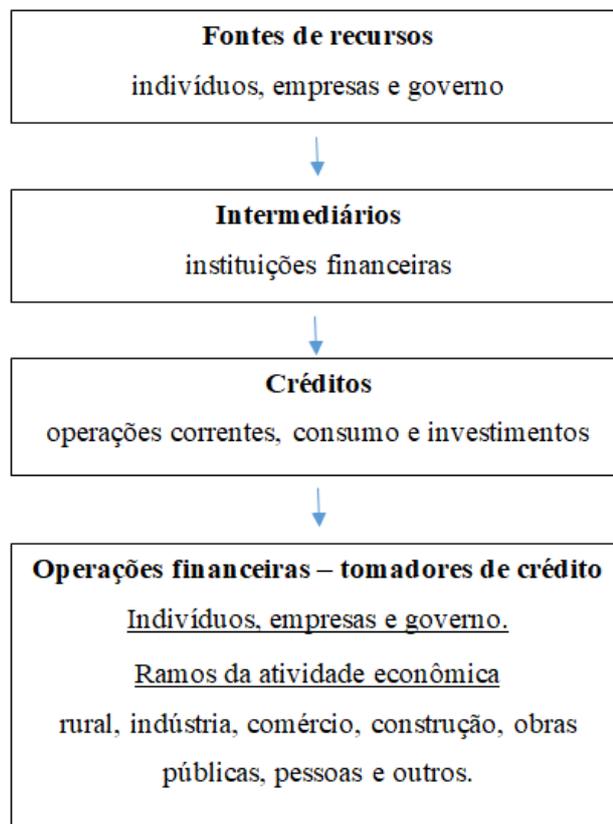
Por fim, de acordo com a função Promoção da Eficiência Econômica, os mercados financeiros promovem a eficiência na realização das transações de ativos financeiros ao reduzirem os custos de transação e os custos de obtenção de informação.

Segundo Martín e Ruiz (1994 apud PINHEIRO, 2009, pág. 101), os motivos pelos quais as pessoas¹ participam do mercado financeiro são:

- custo baixo de financiamento;
- obtenção de ativos com rentabilidade alta;
- cobrir posições em dívidas ou em taxas de juros, gerados pelo funcionamento normal do negócio;
- complemento de estratégias de curto prazo na administração de ativos e passivos;
- alternativa de entrar diretamente em um mercado de difícil acesso;
- especulação.

Assim, percebe-se a importância do mercado financeiro para o desenvolvimento econômico de qualquer região, uma vez que promove o fluxo de renda entre aquele que quer fornecer e quem quer/precisa receber, gerando benefícios potenciais para todas as partes envolvidas.

De acordo com PINHEIRO (2009, pág. 100), independentemente da classificação adotada, o mercado financeiro apresenta a seguinte estrutura:



¹ Segundo PINHEIRO (2009, pág. 101) os participantes do mercado financeiro são aqueles que se comprometem por meio de determinado contrato, com base numa motivação de caráter econômico ou financeiro. De forma geral, existem três grupos de participantes: empresas, famílias e governo.

Assim, vemos que os recursos são disponíveis e esparsos e provêm de indivíduos, empresas e do governo. As instituições financeiras normalmente agem como intermediárias e, por meio de alguns instrumentos, transformam esses recursos em crédito (de curto, médio e longo prazos). Esses créditos são distribuídos a quem precisa (indivíduos, empresas e governo), atingindo várias áreas da atividade econômica (indústria, comércio, construção, etc.).

Para BODIE, KANE e MARCUS (2000, pág. 24), a capacidade de produção de uma sociedade depende dos bens e serviços que seus membros conseguem desenvolver, e é função dos chamados ativos reais, como a terra crua, os edifícios, máquinas, etc².

Além dos ativos reais, existem os ativos financeiros, que, segundo BODIE, KANE e MARCUS (2000, pág. 24):

não contribuem diretamente para a capacidade produtiva de uma economia. Em vez disso, esses ativos são o meio pelo qual os indivíduos em economias bem desenvolvidas reivindicam os seus direitos sobre os ativos reais. Os ativos financeiros são reivindicações pela renda gerada por ativos reais (ou reivindicações pela renda do governo). Não podemos ser donos de nossa própria fábrica de automóveis, mas podemos comprar ações da General Motors ou da Toyota e, desta forma, participar na renda derivada da produção de automóveis.

Nesse sentido, para os autores acima, os ativos reais geram renda líquida para a economia, enquanto os ativos financeiros definem a alocação de renda ou de riqueza entre os investidores.

Segundo BODIE, KANE e MARCUS (2000, pág. 25), podemos citar três espécies de ativos financeiros:

- de renda fixa
- patrimonial
- derivativos

Ademais, BODIE, KANE e MARCUS (2000, pág. 25) informam:

Títulos de renda fixa prometem ou um fluxo de renda ou um fluxo de renda que é determinado de acordo com uma fórmula específica. Por exemplo, uma obrigação pode pagar uma taxa de juros que é fixa a três pontos percentuais acima da taxa paga pelas letras do tesouro.

² Antes da década de 60, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. A partir do final da década de 1950, o ambiente econômico de inflação crescente se somava a uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros (a chamada Lei da Usura) limitando o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo. Esse contexto mudou em 1964, quando foi iniciado um programa de grandes reformas econômicas, incluindo a reestruturação do mercado financeiro, quando diversas novas leis foram editadas. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2019, pág. 55).

No Brasil, tem-se uma grande variedade de títulos e instrumentos de renda fixa, como títulos públicos, debêntures, Certificados de Depósito Bancário, Letras de Crédito Imobiliário, entre outros.

Em relação aos ativos patrimoniais, de acordo com EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES (2011, pág. 59), a ação constitui um título de participação no capital social da sociedade anônima emissora, que confere ao seu titular o *status socii*, ou seja, o direito de participar da sociedade, como acionista. Representa os direitos e as obrigações que o acionista adquire, na qualidade de sócio da companhia, em função de sua participação no capital social.

Segundo RAMOS (2014, pág. 106), a ação é o principal valor mobiliário³ emitido pela companhia. Ela representa parcela do capital social, conferindo ao seu titular o status de sócio. Em suas palavras:

são os valores mobiliários mais importantes das sociedades anônimas⁴, porque representam parcela do capital social e conferem aos seus titulares a condição de acionistas da companhia. As ações são consideradas bens móveis para os efeitos legais. Existem duas classificações importantes das ações de uma S/A: uma que leva em conta os direitos e obrigações que elas conferem aos seus titulares, e outra que leva em consideração a forma de transferência.

Para esse eminente autor, as ações, quanto aos direitos e obrigações, podem ser classificadas em ordinárias, preferenciais e de fruição. As ordinárias conferem direitos normais ao seu titular, as preferenciais conferem uma vantagem ao titular, enquanto as de fruição conferem apenas direitos de gozo ao titular.

Assim, as ações ordinárias representam partes do capital de uma sociedade. Isso significa que os titulares dessas ações possuem parte do patrimônio das sociedades que emitiram⁵ esses valores mobiliários.

³ A Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, não trouxe um conceito para valores mobiliários, se limitando a exemplificar o que seriam valores mobiliários, conforme o art. 2º: São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I – as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; II – os certificados de depósito de valores mobiliários; outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Além de listar alguns valores mobiliários, a referida lei exclui alguns títulos da categoria de valores mobiliários, a saber: I – os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; e II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

⁴ Considerando a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a sociedade anônima, também chamada de companhia, é aquela sociedade em que o capital é dividido em ações e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

⁵ Essas emissões de ações possuem, em geral, intuito de obter recursos financeiros no mercado. É uma alternativa mais barata à obtenção de empréstimo bancário. Quando a empresa realiza essas emissões a primeira vez, convém chamar de abertura de capital. Em contrapartida, o financiador (adquirente das ações), passa a participar do desempenho financeiro da empresa. Apesar de a abertura de capital (emissão de ações) ser importante para a captação de recursos, essa não é a única finalidade. Segundo PINHEIRO (2009, pág. 222), podemos citar como razões para a abertura de capital: captação de recursos de longo prazo para investimentos ou reestruturação de passivos; arranjos societários; utilização de ações como forma de pagamento de aquisições; liquidez patrimonial

É o que dispõe BODIE, KANE e MARCUS (2000, pág. 58):

Ações ordinárias, também conhecidas como títulos de capital social, representam a propriedade em uma empresa. Cada ação ordinária dá ao seu proprietário o direito de voto sobre qualquer assunto relativo à governança corporativa colocado para votação na reunião anual da corporação, e o direito de compartilhar dos benefícios financeiros da propriedade.

Quando se adquire uma ação de uma empresa, não se recebe nenhuma promessa de pagamento fixo (como nos títulos de renda fixa), mas fica-se sujeito às variações econômico-financeiras das empresas cuja ação representa.

Por fim, em relação à última espécie, os derivativos, segundo BODIE, KANE e MARCUS (2000, pág. 26), são aqueles, como opções e contratos futuros, que oferecem pagamentos que são determinados pelos preços de outros ativos como obrigações ou preços de ações. Para esses autores:

Os derivativos se tornaram uma parte integrante do ambiente de investimento. Um uso de derivativos, talvez o principal uso, é de fazer uma proteção contra riscos ou transferi-los para outros grupos. Isto é feito com sucesso todos os dias, e o uso desses títulos para gerenciar riscos é tão comum que o mercado de vários trilhões de dólares em ativos derivativos é uma certeza.

Esses ativos financeiros são muito utilizados para se obter financiamento, adquirir recursos de forma mais barata do que empréstimos por meio do sistema financeiro bancário tradicional.

1.2 MERCADO DE CAPITAIS

Segundo PINHEIRO (2009, pág. 100), dentre as possíveis classificações dos mercados financeiros, importante citar aquela com o critério “necessidades dos clientes”. Por essa classificação, os mercados financeiros podem ser divididos em mercado de crédito, mercado de capitais, mercado cambial e mercado monetário.

O mercado de capitais, o que mais nos interessa nesse trabalho, segundo PINHEIRO (2009, pág. 100), supre as necessidades de financiamento de longo prazo, por exemplo, investimentos para empresas e aquisição de bens duráveis para as famílias.

De acordo com PINHEIRO (2009, pág. 174), o mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores

para os sócios originais; criação de um referencial de avaliação do negócio e da administração; profissionalização; novo relacionamento com funcionários; imagem institucional.

mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores, ou seja, representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas.

O mercado de capitais pode ser de três tipos: crédito a longo prazo, mercado de valores e ajudas oficiais.

No de crédito a longo prazo, podemos citar como exemplo operações hipotecárias, de *leasing*, de *factoring*, de vendas a prazo, empréstimos e créditos sindicados.

Já no caso do mercado de valores mobiliários temos as negociações por meio de balcão e por meio de bolsa. PINHEIRO (2009, pág. 176) define mercado de bolsa como aquele em que se compram e vendem ações e nele os clientes (compradores e vendedores) e as instituições do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários viabilizam a negociação com títulos e valores mobiliários. Já mercado de balcão é definido como um mercado organizado de títulos, cuja negociação não se faz em local determinado (como o mercado de bolsa), mas, principalmente, por telefone.

Assim, percebe-se que uma empresa possui várias opções para financiar suas atividades. PINHEIRO (2009, pág. 178) traz uma consolidação dessas alternativas, indicada a seguir.

Como fontes internas, têm-se Lucros Retidos, Giro dos Créditos (maior que Giro dos Débitos), Planejamento Fiscal e Tributário, Desmobilização e outras.

Já como fontes externas, têm-se Recursos de Terceiros e Recursos Próprios⁶.

Na classificação Recursos de Terceiros, têm-se Debêntures⁷, *Commercial Paper*⁸, Empréstimos Bancários, Crédito Subsidiado, Fornecedores e Outros.

Já na classificação Recursos Próprios, têm-se o Capital Social (Ações).

Cada alternativa acima possui vantagens e desvantagens. Obtenção de recursos por meio de fontes internas, tecnicamente, não gera dívida, mas também não há dinheiro novo, apenas os

⁶ PINHEIRO (2009, pág. 179) considera recursos próprios como fontes externas uma vez que, para fortalecer sua base de capital próprio, os acionistas usam operação de subscrição no mercado primário, com a finalidade de obter novos sócios e canalizar seus recursos para execução de projetos de investimentos.

⁷ Debêntures é um título emitido apenas por sociedades anônimas não-financeiras de capital aberto (as sociedades de arrendamento mercantil e as companhias hipotecárias estão autorizadas a emití-las), com garantia de seu ativo e com ou sem garantia subsidiária da instituição financeira, que as lança no mercado para obter recursos de médio e longo prazos, destinados normalmente a financiamento de projetos de investimentos ou alongamento do perfil do passivo (FORTUNA, 2008, pág. 321). Segundo o art. 52 da Lei nº 6.404/76, a companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.

⁸ *Commercial Papers* é um título de curto prazo emitido por instituições não-financeiras, sem garantia real, podendo ser garantido por fiança bancária, negociável em mercado secundário e com data de vencimento certa. (FORTUNA, 2008, pág. 332)

recursos já existentes, que podem passar por uma melhoria no uso com base numa gestão mais efetiva.

No caso de fontes externas, obter recursos de terceiros pode até ser um meio fácil, atraindo recursos novos, mas pode gerar alguns problemas, já que aumenta a dívida da empresa, que, se não tiver meios de pagá-la, pode levar até mesmo à sua extinção. Além disso, uma empresa já endividada tem sua capacidade de se endividar restringida, dificultando a aquisição de mais recursos, caso seja necessário.

Já no caso dos recursos próprios, nos dizeres de PINHEIRO (2009, pág. 179):

As fontes próprias melhoram o nível de endividamento, e além de possibilitarem novas obtenções de recursos, também reduzem o endividamento e ampliam a capacidade de obtenção de recursos externos, caso seja necessário. E, como consequência, melhoram os indicadores econômico-financeiros da empresa. Quando uma empresa precisa fortalecer sua base de capital próprio, nem sempre os atuais acionistas são capazes de subscrever as ações de uma nova emissão. Nesse caso, é preciso que mais gente se associe à aquela empresa. Diante desta necessidade, surge o prestador de serviço financeiro que converterá os poupadores em investidores por meio da operação de *underwriting* no mercado primário de ações⁹. Dessa forma, o mercado primário cumpre seu papel de obter novos sócios e canalizar seus recursos para execução de projetos de investimento. A abertura de capital é uma fonte alternativa de recursos das empresas que apresenta grandes vantagens sobre os recursos ofertados pelas instituições financeiras, pois estes últimos são geralmente de prazos limitados e padronizados. Além disso, a empresa é obrigada a aderir às condições contratuais surgidas unilateralmente no âmbito das instituições financeiras, enquanto que nos lançamentos de ações e debêntures são os subscritores que aderem às condições e cláusulas impostas pela empresa emissora.

Portanto, o mercado financeiro e o mercado de capitais representam formas de financiamento que uma empresa tem a sua disposição. Nesse sentido, pegar dinheiro a um custo mais barato em troca de participação societária, movimentando a economia e permitindo o desenvolvimento do setor privado.

Porém, além dessa atuação primária de obter financiamento emitindo ações, as empresas podem também investir no setor produtivo, adquirindo participações em outras empresas, e também se valer de contratos derivativos como alternativa de investimento, especulação ou proteção.

Assim, as ações representam partes do capital de uma sociedade. Isso significa que os titulares das ações possuem parte do patrimônio das sociedades que emitiram esses valores mobiliários.

⁹ No caso do mercado de valores, mais especificamente o mercado de ações, tem-se o mercado primário e o mercado secundário. Para PINHEIRO (2009, pág. 175), o mercado primário de ações é onde se negocia a subscrição (venda) de novas ações ao público, isto é, no qual a empresa obtém recursos para seus empreendimentos. Já o mercado secundário de ações é o lugar onde se transferem títulos entre investidores e/ou instituições.

Quando alguém, um investidor, por exemplo, adquire uma ação de uma empresa, ele não recebe nenhuma promessa de pagamento fixo (como nos títulos de renda fixa de forma geral), mas fica sujeito às variações econômico-financeiras, patrimoniais e negociais das empresas cuja ação representa.

2. MERCADO DE DERIVATIVOS

Segundo a COMISSÃO DE VALORS MOBILIÁRIOS (2019, pág. 286), derivativos é o nome dado à família de mercados em que operações com liquidação futura são realizadas, tornando possível a gestão do risco de preço de diversos ativos. A origem do termo “derivativos” está associada à ideia de que os preços desses contratos possuem ligação, ou seja, derivam dos preços do ativo subjacente ao contrato.

Nesse tópico, falaremos sobre o mercado de derivativos, sua origem, conceito e espécies.

Posteriormente, trataremos com mais detalhes sobre o mercado de opções, uma das espécies do mercado de derivativos.

2.1 ORIGEM E CONCEITO

Não há consenso quanto ao preciso surgimento dos derivativos. Há inclusive relatos bíblicos de sua utilização, como na célebre passagem em que Jacó trabalhou sete anos para Labão em troca do direito, não a obrigação, de se casar com Raquel, o que se assemelha a um contrato de opção (PFÜTZENREUTER, 2008, pág. 18).

Um evento bastante conhecido e citado é a chamada “tulipomania”, que é destacada por LIMA e LOPES (1999, pág.15) como a primeira evidência especulativa com futuros da história, ocorrida no século XVII na Holanda.

HISSA (2007, pág. 25) descreve que a demanda por tulipas entre as elites nas cidades era enorme e aumentava cada vez mais. Para assegurar o preço de compra, os mercadores utilizavam opções de compra. Já os fazendeiros desejavam assegurar o preço de venda e usavam opções de venda. Rapidamente os especuladores começaram a negociar essas opções em busca de lucros apenas na troca dos direitos. Assim, quando a volatilidade de preços aumentou, muitos especuladores de direitos não conseguiram honrar seus compromissos, levando o mercado a quebrar. Nesse caso, as consequências para a economia foram devastadoras e as opções foram consideradas ilegais em muitos lugares.

Independentemente de sua origem, cabe citar as diversas definições dadas aos derivativos.

Para LIMA e LOPES (1999, pág.13), podem ser considerados derivativos aqueles instrumentos financeiros que derivam ou dependem do valor de outro ativo. Eles normalmente

se caracterizam como contratos padronizados (negociados *inter partes* em mercados secundários organizados) ou como contratos *ad hoc*¹⁰ entre os participantes.

Segundo NIYAMA e FRANÇA (2000, pág.12):

o termo derivativo é relativamente recente, sendo usualmente definido como um instrumento financeiro (contrato) cujo valor deriva do preço ou performance de outro ativo, que pode ser um bem (ação ou mercadorias, tais como café, algodão, boi gordo), uma taxa de referência (dólar norte-americano ou Depósito Interfinanceiro (DI), por exemplo) ou índices (Bovespa, etc).

Já para FORTUNA (2008, pág. 659), um derivativo é um ativo ou instrumento financeiro cujo preço deriva de um ativo ou instrumento financeiro de referência que justifica a sua existência, seja com a finalidade de obtenção de um ganho especulativo específico em si próprio, ou, e principalmente, como *hedge* (proteção) contra eventuais perdas no ativo ou instrumento financeiro de referência. Para ele, o mercado de derivativos pode ser segmentado em mercado: de futuros, a termo, de opções, de *swaps*; e de derivativos específicos.

Para CAVALCANTE (2009, pág. 170), derivativos são títulos que derivam seu valor de um ativo-objeto (também denominado subjacente) e cuja principal vantagem da utilização é permitir a montagem de estratégias de investimentos flexíveis, como alavancagem de posições, limitação de prejuízos e arbitragens de taxas de juros.

Assim, vemos que as definições para derivativos convergem e que eles possuem, entre outros, um caráter fundamental de segurança, proteção contra variações indesejadas no *spot*¹¹ ou em qualquer variável a que se esteja vinculado. Essa proteção é o que se chama de *hedge*.

Apesar disso, não são raras as situações em que os derivativos são utilizados como especulação por aqueles que vislumbram uma oportunidade de auferir ganhos rápidos com as variações do mercado.

Assim, percebe-se que os contratos derivativos possuem, entre suas funções, a de proteção do capital contra a volatilidade do mercado. Porém, também pode ser ferramenta de aposta/especulação em relação a essa mesma volatilidade.

Dada essa introdução, podemos conceituar o Mercado de Derivativos, que, para FORTUNA (2008, pág. 657), é o mercado de liquidação futura onde são operados os derivativos, podendo ser segmentado em: mercado de futuros; mercado a termo; mercado de opções; mercado de *swaps*; e mercado de derivativos de crédito¹².

¹⁰ Contratos elaborados para um caso concreto

¹¹ Ativo objeto. Ativo que serve de referência para o derivativo.

¹² Nem todos os autores adotam essa classificação. O livro Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro, da BM&FBOVESPA e Comissão de Valores Mobiliários (2015, pág. 41), divide os derivativos em quatro: mercado a termo, mercado futuro, mercado de opções e *swaps*.

Dentre os segmentos que o mercado de derivativos pode ser dividido, interessa-nos o chamado mercado de opções.

2.2 FINALIDADES DOS DERIVATIVOS

De acordo com a COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2014, pág. 308-310), os derivativos podem ser usados para três finalidades básicas: *hedge* (proteção), especulação e arbitragem.

Como *hedge*, os derivativos são utilizados para proteger o mercado físico de um bem ou ativo contra variações adversas de taxas, moedas ou preços.

Já como especulação, pode-se operar a tendência de preços do mercado, tomando uma posição em derivativos sem a correspondente no mercado à vista.

Por fim, como arbitragem, é possível se aproveitar da diferença de preços de um mesmo ativo em mercados diferentes.

HULL (2015, pág. 12), por sua vez, afirma que se pode identificar três grandes categorias de *traders*: os *hedgers*, os especuladores e os arbitradores. Nesse caso, os *hedgers* são aqueles que usam derivativos para reduzir o risco que enfrentam devido a possíveis movimentações futuras em uma variável de mercado. Os especuladores, por sua vez, usam derivativos para apostar na direção futura de uma variável de mercado, enquanto os arbitradores se valem de posições correspondentes em dois ou mais instrumentos para garantir lucro.

Na mesma linha OLIVEIRA e PACHECO (2017, pág. 169), para quem a finalidade principal dos derivativos é fornecer uma proteção ou *hedge* contra um comportamento adverso dos preços verificado em um mercado específico, também conhecido como risco de mercado; porém, os derivativos também podem ser utilizados por quem quer aproveitar distorções momentâneas¹³ dos mercados ou então especular¹⁴.

2.3 ESPÉCIES DE MERCADO DE DERIVATIVOS

¹³ Nesse sentido, OLIVEIRA e PACHECO (2017, pág. 170) falam sobre o arbitrador, que seria aquele que monitora todos os mercados em busca de distorções momentâneas de preços, a fim de aproveitá-las e apurar lucro sem correr riscos.

¹⁴ OLIVEIRA e PACHECO (2017, pág. 170) conceituam como o agente financeiro que, rapidamente, entra no mercado e sai dele, fazendo apostas em relação ao comportamento dos preços dos derivativos com o objetivo de obter lucro na operação, assumindo elevados riscos.

Nesse tópico falaremos sobre as espécies de mercados de derivativos, mais especificamente o mercado de futuros, o mercado a termo, o mercado de swaps, o mercado de derivativos de crédito e o mercado de opções.

Vimos que, de acordo com FORTUNA (2008, pág. 659), o mercado de derivativos é o mercado de liquidação futura onde são operados os derivativos.

Vale mencionar, então, a Instrução CVM 283/98, que conceitua mercado de liquidação futura como:

O mercado a termo, a futuro, de opções, o qualquer outro que mantenha pregão ou sistema eletrônico para a negociação de valores mobiliários com liquidação em prazo superior ao estabelecido para os negócios no mercado à vista, sob a supervisão e fiscalização de entidade auto-reguladora.

2.3.1 Mercado de Futuros

Para BODIE, KANE e MARCUS (2000, pág. 518-519), um contrato de futuros determina a entrega de uma mercadoria em uma data de entrega ou vencimento especificado, por um preço acordado, chamado de preço de futuros, para ser pago no vencimento do contrato. Os mercados de futuros formalizam e padronizam estes contratos.

Já segundo FORTUNA (2008, pág. 659), os mercados futuros têm como objetivo básico a proteção dos agentes econômicos – produtores primários, industriais, comerciantes, instituições financeiras e investidores – contra as oscilações dos preços de seus produtos e de seus investimentos em ativos financeiros. Em suas palavras:

Podemos dizer que este mercado existe para facilitar a transferência/distribuição do risco entre os agentes econômicos, ao mesmo tempo em que, pelas expectativas criadas e graças à sadia lei da oferta e da procura, passa a influir diretamente na formação futura dos preços das mercadorias e ativos financeiros negociados nestes mercados.

De acordo com HULL (2015, pág. 30), à medida que nos aproximamos do período de entrega para um contrato futuro, o preço futuro converge com o preço à vista do ativo subjacente. Quando alcançamos o período de entrega, o preço futuro é igual, ou muito próximo, ao preço à vista¹⁵.

¹⁵ Para entendermos a forma como isso ocorre, HULL (2015, pág. 30) pede que imaginemos que o preço futuro está acima do preço à vista durante o período de entrega. Assim, existe uma oportunidade clara de arbitragem: 1 – Vender um contrato futuro; 2 – Comprar o ativo; e 3 – Realizar a entrega. Feito isso, chega-se invariavelmente a um lucro igual ao montante pelo qual o preço futuro excede o preço à vista.

À medida que os *traders* exploram essa oportunidade de arbitragem, o preço futuro cai. Posteriormente, HULL (2015, pág. 30) faz o exercício inverso, supondo-se o preço futuro abaixo do preço à vista durante o período de entrega. Assim, as empresas interessadas em adquirir o ativo considerarão atraente firmar contratos futuros

Nessa linha de raciocínio, é possível obter recursos do mercado, efetuando a compra à vista do ativo e a respectiva venda no mercado futuro. Alguns autores, como FORTUNA (2008, pág. 659), chamam essa operação de financiamento, que é quando o preço futuro do ativo é maior que o seu preço à vista.

Existe também a chamada operação de caixa, que ocorre quando temos o preço futuro do ativo menor do que o seu preço à vista.

2.3.2 Mercado a Termo

Segundo HULL (2015, pág. 6), o contrato a termo:

É um contrato para comprar ou vender um ativo em uma determinada data futura por um preço específico. Ele pode ser diferenciado de um contrato à vista (ou à vista), que é um contrato para comprar ou vender um ativo quase imediatamente. Um contrato a termo é negociado no mercado de balcão, geralmente entre duas instituições financeiras ou entre uma instituição financeira e um de seus clientes. Uma das partes de um contrato a termo assume a posição comprada (*long*) e concorda em comprar o ativo subjacente em uma data futura específica por determinado preço. A outra parte assume a posição vendida (*short*) e concorda em vender o ativo na mesma data pelo mesmo preço.

Assim, percebe-se que o mercado a termo é similar ao mercado futuro, no sentido de ambos se referirem a contratos de compra ou venda de algo (ativo subjacente) em algum momento no futuro, por um preço que já é pré-estabelecido pelas partes no presente.

De acordo com FORTUNA (2008, pág. 693), uma das vantagens dos contratos a termo em relação aos contratos futuros é o fato de não possuírem ajustes diários, uma vez que as partes liquidarão a operação ou pela entrega física ou pela própria liquidação financeira na data de entrega estipulada. Uma desvantagem, porém, é a liquidez menor. Já o preço no mercado a termo é estabelecido adicionando-se ao preço à vista a expectativa de juros, fixada livremente pelo mercado, pelo prazo do contrato.

Nos dizeres de FORTUNA (2008, pág. 694), existem os seguintes tipos básicos de operações a termo:

- Operações simples a prazo fixo: compra ou venda para liquidação futura;
- Operações a prazo com prêmio: transação a termo com cláusula de desistência mediante pagamento de prêmio;

comprados e então esperar pela entrega. Ao fazer isso, o preço futuro tende a aumentar. O resultado disso é que o preço futuro é próximo do preço à vista durante o período de entrega.

- Operações de *report*: compra à vista de ativos com sua venda simultânea a prazo (equivale, na prática, a conceder um empréstimo a juros pré-fixados);
- Operações de *deport*: venda à vista com compra a prazo (equivale a tomar empréstimo a juros pré-fixados).

Tabela 1 – Comparação entre mercados: à vista, termo e futuro

Mercado à Vista	Mercado a Termo	Mercado Futuro
Negociado em bolsa ou balcão	Em regra, negociado em balcão	Pode ocorrer em bolsa
Há a troca simultânea de recursos financeiros e ações	Contratos para entrega futura de um ativo a um preço pré-estabelecido (negociado). Não é padronizado	Similar ao mercado a termo. É padronizado, com ajuste de margem
A liquidação física e financeira é à vista	A liquidação física e financeira é a prazo.	A liquidação física e financeira é a prazo

Fonte: Hull (2015), Fortuna (2008) e Bodie, Kane e Marcus (2000)

2.3.3 Mercado de Swaps

De acordo com HULL (2015, pág. 162), um swap é um contrato de balcão entre duas empresas de trocar fluxos de caixa no futuro. O contrato define as datas quando os fluxos de caixa devem ser pagos e o modo como serão calculados. Em geral, o cálculo dos fluxos de caixa envolvem o valor futuro de uma taxa de juros, taxa de câmbio ou outra variável de mercado.

Para FORTUNA (2015, pág. 709), o mercado de swap veio permitir a obtenção de um hedge perfeito, uma vez que possibilita estabelecer um acordo entre as partes interessadas com valor e data de vencimento ajustados aos exatos interesses das contrapartes envolvidas.

A título de exemplo, HULL (2015, pág. 836), traz um caso que se coaduna com esse trabalho. Trata-se do swap “5/30” firmado entre o *Bankers Trust* (BT) e a *Procter and Gamble* (P&G) em 2 de novembro de 1993. Este era um swap de 5 anos com pagamentos semestrais. O principal notional era de US\$ 200 milhões. A BT pagava à P&G 5,3% ao ano. A P&G pagava à BT a taxa de CP (*Commercial Paper*¹⁶) de 30 dias média menos 75 pontos-base mais um spread. A taxa de nota promissória média era calculada usando observações da taxa de nota promissória de 30 dias todos os dias durante o período de acúmulo anterior e calculando sua média. O spread

¹⁶ Nota promissória.

era zero para a primeira data de pagamento (2 de maio de 1994). Para as outras nove datas de pagamento remanescentes o *spread* era dado por:

$$\max \left[0, \frac{98,5 \left(\frac{5 - \text{year CMT}\%}{5,78\%} \right) - (30 - \text{year TSY price})}{100} \right]$$

Onde:

CMT de 5 anos: rendimento do Tesouro de vencimento constante;

TSY de 30 anos: ponto central dos preços de oferta de compra e de venda de título de caixa para o título de 6,25%

A P&G esperava que o *spread* seria zero e a transação permitiria a troca do financiamento a uma taxa fixa de 5,3% pelo financiamento a 75 pontos-base abaixo da taxa de nota promissória. Na verdade, as taxas de juros subiram rapidamente no início de 1994, as taxas de títulos caíram e o *swap* se revelou extremamente caro.

Essa situação mostra o perigo que existe e a cautela que se deve ter ao se operar contratos derivativos.

2.3.4 Mercado de Derivativos de Crédito

Segundo FORTUNA (2008, pág. 719), derivativos de crédito são contratos em que as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações.

Nesse sentido, FORTUNA (2008, pág. 719) informa que existe a contraparte transferidora de risco e a contraparte receptora de risco. A primeira adquire, por meio de um contrato de derivativo de crédito, o direito de proteção contra certo risco de crédito, por meio de pagamento de uma remuneração. Já a contraparte receptora é a que assume o risco de crédito, comprometendo-se a ressarcir à contraparte transferidora os valores pactuados no caso de ocorrência de determinado evento.

Vale ressaltar que, ainda segundo FORTUNA (2008, pág. 718), o risco de crédito é crucial para o sistema financeiro e, para reduzir esse risco, utilizam-se derivativos de crédito, que promove uma diluição dos riscos. É uma forma de gerenciar o risco.

Para HULL (2015, pág. 616), os derivativos de crédito permitem que as empresas negociem riscos de crédito da mesma forma que negociam riscos de mercado. Ele afirma que,

usualmente, as instituições financeiras não possuíam alternativa ao assumir um risco de crédito, a não ser esperar o resultado. Atualmente, há um gerenciamento desse risco por meio dos derivativos de crédito.

O derivativo de crédito mais popular para HULL (2015, pág. 616) é o *credit default swap* (CDS)¹⁷, que possui duas pontas, o comprador e o vendedor da proteção. Ele possibilita um seguro contra o risco de inadimplência por parte de uma empresa. Assim, o comprador do seguro obtém o direito de vender títulos emitidos pela empresa por seu valor de face quando ocorre um evento de crédito¹⁸ e o vendedor do seguro concorda em comprar os títulos por seu valor de face quando da ocorrência do evento de crédito. O comprador do CDS realiza pagamentos periódicos para o vendedor até o final da vida do CDS (ou até a ocorrência de um evento de crédito).

2.3.5 Mercado de Opções

Em termos de *hedge*, os mercados futuros, a termo e de *swap* permitem a proteção contra o risco de um cenário desfavorável vir a existir, porém, caso o contexto seja favorável, operações nesses mercados serão liquidadas pela outra ponta, incorrendo o *hedger* em perdas significativas.

Nesse sentido, de forma diferente, o mercado de opções permite que se utilize o *hedge* apenas quando a situação lhe for desfavorável, não exercendo seu direito (há a opção de não exercer esse direito) quando o cenário for favorável.

Nos dizeres de FORTUNA (2008, pág.699):

Neste mercado, por exemplo, se o investidor tiver uma posição comprada, ele poderá comprar o ativo pelo preço predefinido se o cenário for de preços em alta, e poderá abrir mão de seu direito de comprá-lo no mercado de opções para comprá-lo a preços de mercado à vista, se o cenário for de preços em baixa.

¹⁷ Segundo HULL (2015, pág. 619), durante a crise de crédito que teve início em agosto de 2007, os reguladores começaram a se preocupar bastante com o risco sistêmico. Eles acreditavam que os *credit default swaps* eram uma fonte de vulnerabilidade para os mercados financeiros. O perigo é que a inadimplência de uma instituição financeira poderia levar a grandes prejuízos de suas contrapartes em transações de CDS, o que causaria inadimplências adicionais por parte de outras instituições financeiras. As preocupações regulatórias foram alimentadas pelas dificuldades da AIG, uma gigante do ramo de seguros. A AIG era uma grande vendedora de proteção para os tranches de classificação AAA criados a partir de hipotecas. A proteção acabou sendo cara demais para a AIG e a empresa foi resgatada pelo governo americano. Durante 2007 e 2008, muitos tipos de derivativos de crédito deixaram de ser comprados e vendidos, mas os CDSs continuaram a ser negociados ativamente (apesar de o custo da proteção ter aumentado de forma drástica). A vantagem dos CDSs em relação a alguns outros derivativos de crédito é que eles funcionam de modo simples e direto. Outros derivativos, como aqueles criados com a securitização de hipotecas residenciais, não têm a mesma transparência.

¹⁸ Chama-se evento de crédito quando ocorre uma inadimplência

Segundo CAVALCANTE (2009, pág. 170), uma opção é um tipo de derivativo que confere ao investidor o direito de comprar ou vender uma quantidade predeterminada de um ativo-objeto a um preço fixo (denominado preço de exercício) até ou na data de vencimento da opção. O investidor deve decidir, na data acordada, de acordo com o seu interesse, o exercício ou não de seu direito, dependendo do preço no mercado à vista do ativo-objeto.

Ainda segundo esse autor, uma opção, enquanto ato jurídico, também significa o documento que contém essa preferência. O controle das operações é totalmente escritural. Quem lança uma opção emite um ativo financeiro que se traduz num registro feito em nome dos emitentes e adquirentes junto à bolsa.

De acordo com HULL (2015, pág. 227), uma opção dá ao titular o direito de fazer algo, mas ele não precisa exercer esse direito.

Assim, quando se trata de opções, o que existe é um direito de o detentor desse instrumento exercê-lo quando lhe for interessante, diferente do que ocorre em outros mercados derivativos, como o de futuros, onde existe a obrigação de ambas as partes de liquidar o contrato.

Faz-se necessário, aqui, definir alguns termos utilizados no mercado de opções. Segundo HULL (2015, pág. 228 a 234):

- **Opções americanas:** o comprador pode exercê-la até a data do vencimento.
- **Opções europeias:** o comprador só pode exercê-la na data do vencimento.
- **CALL:** opção de compra – dá direito ao detentor de comprar uma certa quantidade de ações a um preço pré-determinado.
- **PUT:** opção de venda – dá direito ao detentor de vender uma certa quantidade de ações a um preço pré-determinado.
- **Prêmio:** valor que é pago pelo titular e recebido pelo lançador.
- **Exercício:** direito do detentor da opção a exercê-la, comprando ou vendendo o que foi acordado ao preço pré-determinado ao comprar ou vender a opção.
- **Strike:** preço de exercício, preço pré-determinado.

Importante ressaltar, também, as variáveis que afetam os preços das opções. Nesse sentido, segundo HULL (2015, pág. 250), seis são os fatores que afetam o preço e uma opção sobre ações:

- o preço atual da ação;
- o preço de exercício;
- o tempo até a expiração;

- a volatilidade do preço da ação;
- a taxa de juros livre de risco;
- os dividendos pagos esperados.

A tabela a seguir mostra o efeito sobre o preço de uma opção devido ao aumento de uma das variáveis (mantidas todas as outras constantes).

Tabela 2 – Efeito sobre o preço de uma opção do aumento de uma variável enquanto todas as outras permanecem

Variável	Opção de compra ¹⁹	Opção de venda ²⁰
Preço da ação atual	+	-
Preço de exercício	-	+
Tempo até a expiração	?	?
Volatilidade	+	+
Taxa de juros livre de risco	+	-
Quantia dos dividendos futuros	-	+

+ indica que um aumento na variável faz com que o preço da opção aumente ou permaneça o mesmo

- indica que um aumento na variável faz com que o preço da opção diminua ou permaneça o mesmo

Fonte: John C. Hull. Opções, Futuros e outros Derivativos. Pág. 251

HULL (2015, pág. 251) frisa que, apesar de as opções (tanto de compra quanto de venda) europeias normalmente se tornarem mais valiosas à medida que o tempo até a expiração aumenta, nem sempre isso acontece. Por isso a indicação de uma interrogação.

As operações com opções podem ser realizadas com o intuito de financiamento, seguro ou especulação. No caso de financiamento, uma empresa contrata com um banco uma antecipação de recursos de que só vai dispor ao final de um prazo estipulado. Dessa maneira, a empresa recebe hoje o que só teria depois de algum tempo.

No que se refere ao uso de opções como seguro, o que ocorre é exatamente um efeito similar ao de um seguro convencional, ou seja, uma empresa faz um contrato de opções para se resguardar caso haja um aumento em algum insumo seu, ou até mesmo um aumento do dólar, quando a empresa possui dívidas nessa moeda.

¹⁹ Refere-se a opções europeias

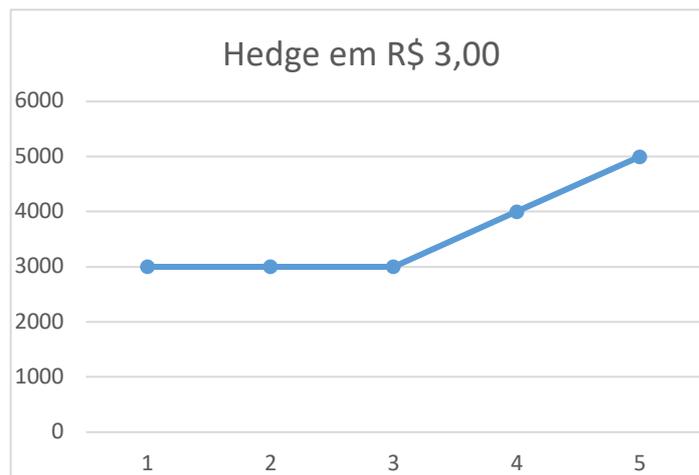
²⁰ Refere-se a opções europeias

Por fim, no caso do uso para fins especulativos, trata-se de uma aposta em algum movimento de mercado, geralmente direcional, com o objetivo de auferir lucros elevados com baixa alocação de recursos (alavancagem financeira).

No caso de *hedge* cambial, o que se espera é que uma empresa comercial faça uma proteção (seguro) contra um aumento do dólar frente ao real, por exemplo, o que poderia impactar de forma negativa nas finanças de empresas que possuem dívidas na moeda americana. Nesse caso, as despesas de montagem dessas operações seriam contabilizadas como operações com derivativos, e o custo entendido como similar a um prêmio de seguro.

O gráfico abaixo ilustra uma posição de hedge para o dólar a R\$ 3,00 (nesse caso, se o dólar baixar de R\$ 3,00, não haverá perda, além do custo da proteção). No eixo horizontal temos o preço do dólar e no vertical a posição de 1.000 contratos.

Gráfico 1 - Hedge em contratos de dólar



Assim, supondo que o dólar encontra-se em R\$ 4,00 e uma empresa que tem prejuízos com o dólar baixo queira se proteger, pode comprar opções de venda de dólar a R\$ 3,00. Nesse sentido, se dólar cair abaixo de R\$ 3,00 em um certo período pré-determinado (por exemplo, caiu para R\$ 2,00), a empresa consegue vender o dólar a R\$ 3,00, limitando o seu prejuízo. Tecnicamente, é possível realizar essa operação com outros valores, como o dólar a R\$ 3,50, R\$ 3,75, etc. O que vai mudar é o custo dessa proteção, que será maior quanto maior for essa proteção.

Nesse caso, a utilização de derivativos, especificamente opções, não passaria pelo campo da especulação, sendo utilizado de forma direcionada para proteção da atividade empresarial, atuando como um seguro (*hedge*). É uma maneira de proteção tanto da queda de um ativo quanto de sua subida.

Quanto às possíveis estruturas financeiras associadas a opções, podemos distinguir quatro tipos básicos:

I) Venda de PUT:

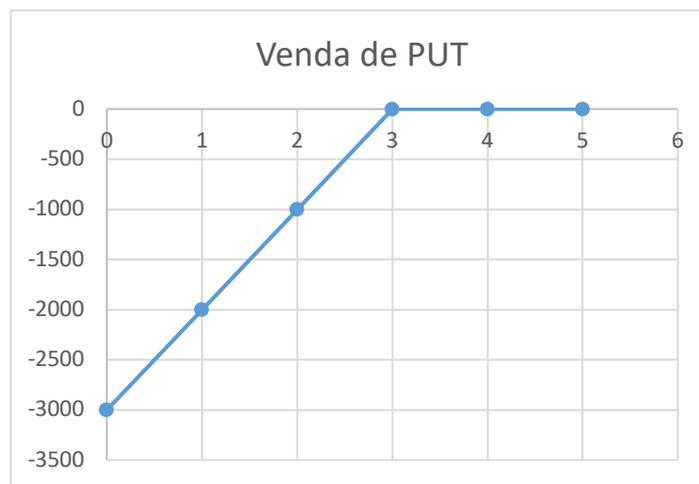
O retorno P^* será dado pela expressão:

$P^* = -\max\{0, K - S^*\}^{21}$, onde S^* é o valor do *spot* no exercício e K é o preço de exercício.

Dessa forma, se o preço de exercício (K) de uma opção de venda de dólar for R\$ 3,85, e no vencimento o dólar estiver valendo R\$ 3,65, o retorno da operação para o vendedor será de -R\$ 0,20. Caso o dólar esteja acima de R\$ 3,85, o retorno será zero. No primeiro caso, a opção tenderá a ser exercida, pois o seu detentor (comprador da opção) ganhará R\$ 0,20 por opção, menos o custo da corretagem. No segundo caso, a opção não será exercida, pois não é vantajoso para o detentor, podendo o ativo ser vendido diretamente ao mercado por um valor mais alto do que o direito de venda.

Graficamente, a venda de PUT pode ser representada da seguinte forma:

Gráfico 2 – Venda de PUT



II) Compra de PUT :

O retorno P^* será dado pela expressão:

$P^* = \max\{0, K - S^*\}$, onde S^* é o valor do *spot* no exercício e K é o preço de exercício.

²¹ A Função $\max\{x,y\}$ representa o valor máximo entre as duas variáveis x e y .

Assim, se $K-S^*$ for maior que zero, o valor da função P^* será $-(K-S^*)$. Caso $K-S^*$ seja menor que zero, o valor da função P^* será zero.

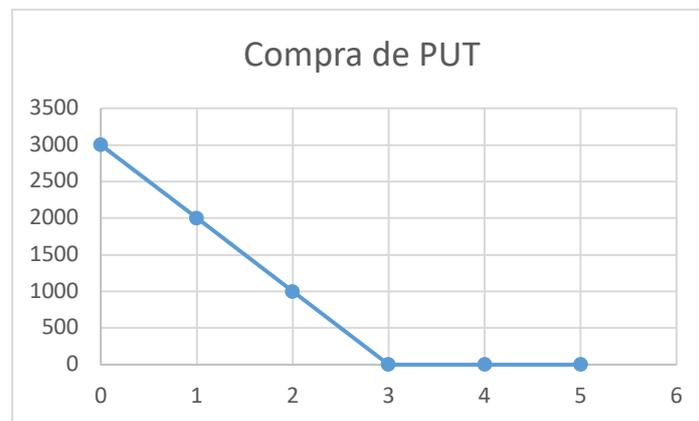
Assim, se o preço de exercício (K) de uma opção de venda de dólar for R\$ 3,85, e no vencimento o dólar estiver valendo R\$ 3,65, o retorno da operação para o comprador será de R\$ 0,20. Caso o dólar esteja acima de R\$ 3,85, o retorno será zero.

No primeiro caso, a opção tenderá a ser exercida, pois o seu detentor (comprador da opção) ganhará R\$ 0,20 por opção, menos o custo da corretagem.

No segundo caso, a opção provavelmente não será exercida, pois não é vantajoso para o detentor, podendo o ativo ser vendido diretamente ao mercado por um valor mais alto do que o direito de venda.

Graficamente, a compra de PUT pode ser representada da seguinte forma:

Gráfico 3 – Compra de PUT



III) Venda de CALL:

O retorno C^* será dado pela expressão:

$C^* = -\max\{0, S^* - K\}$, onde S^* é o valor do *spot* no exercício e K é o preço de exercício.

Assim, se o preço de exercício (K) de uma opção de compra de dólar for R\$ 3,85, e no vencimento o dólar estiver valendo R\$ 4,05, o retorno da operação para o vendedor será de -R\$ 0,20. Caso o dólar esteja abaixo de R\$ 3,85, como, por exemplo, a R\$ 3,65, o retorno será zero. No primeiro caso, a opção tenderá a ser exercida, pois haverá um ganho de R\$ 0,20 por opção, menos o custo da corretagem. No segundo caso, a opção não será exercida, pois não há vantagem nessa operação, podendo o ativo ser comprado diretamente no mercado por um preço abaixo do que o direito de compra.

Graficamente, a venda de CALL pode ser representada da seguinte forma:

Gráfico 4 – Venda de CALL**IV) Compra de CALL:**

O retorno C^* será dado pela expressão:

$$C^* = \max \{0, S^* - K\} , \text{ onde } S^* \text{ é o valor do spot no exercício e } K \text{ é o preço de exercício.}$$

Assim, se o preço de exercício (K) de uma opção de compra de dólar for R\$ 3,85, e no vencimento o dólar estiver valendo R\$ 4,05, o retorno da operação para o comprador será de R\$ 0,20. Caso o dólar esteja abaixo de R\$ 3,85, como, por exemplo, a R\$ 3,65, o retorno será zero. No primeiro caso, a opção tenderá a ser exercida, pois haverá um ganho de R\$ 0,20 por opção, menos o custo da corretagem. No segundo caso, a opção não será exercida, pois não há vantagem nessa operação, podendo o ativo ser comprado diretamente no mercado por um preço abaixo do que o direito de compra.

Graficamente, a compra de CALL é representada da seguinte maneira:

Gráfico 5 – Compra de CALL

Dessa forma, tem-se as estruturas dos dois ativos principais do mercado de opções: CALL (opção de compra) e PUT (opção de venda) e suas principais operações (compra e venda).

Tanto a CALL como a PUT pode ser comprada ou vendida e ambas podem ser usadas para proteção (hedge) ou para especulação.

Em se tratando de especulação, chama a atenção o fato de que as opções possuem uma alta alavancagem, ou seja, é possível ganhar muito dinheiro com pouco recurso alocado, mas também é possível perder muito dinheiro da mesma forma. Assim, ao se utilizar das opções, alavanca-se o uso do capital.

A CALL e a PUT são ativos financeiros relativamente complementares²², ou seja, considerando o mesmo *strike*, quando uma se valoriza, a outra sofre desvalorização, e vice e versa.

Essa característica permite o uso de diferentes estratégias usando ambas, valendo-se do caráter assimétrico delas.

O universo das opções é imenso, possibilitando diversas estratégias com CALLs, com PUTs, uma gama enorme de combinações entre CALLs e PUTs, e ainda delas com ações, além do uso de operações com a variável tempo, o que permite o surgimento de comportamentos não-lineares.

Portanto, percebe-se que as opções são ferramentas muito versáteis, robustas, que permitem uma proteção eficaz contra a volatilidade dos mercados. Porém, pode ser muito maléfica se usada como instrumento especulativo, caso o mercado siga para um rumo contrário a sua posição em opções.

Nesse sentido, é importante cautela e bastante conhecimento de todas as consequências que a manipulação de opções pode trazer.

Por isso, importante que pessoas físicas e jurídicas atuem dentro dos limites de suas habilidades/conhecimentos financeiros.

No caso de empresas não-financeiras (que não atuam no mercado financeiro como sua atividade-fim), o uso de instrumentos derivativos, como as opções, deveria se limitar à proteção, porém, o que vemos é uma atuação com objetivos de ganhos especulativos no setor financeiro,

²² De acordo com HULL (2015, pág. 259), as CALLs e as PUTs estão relacionadas pela seguinte expressão: $c + Ke^{-rT} = p + S_0$, onde c e p representam, respectivamente, o valor de uma opção de compra europeia e o valor de uma opção de venda europeia, r é a taxa de juros livre de risco com capitalização contínua para um investimento com maturidade no tempo T e S_0 é o preço da ação atual. Essa expressão é conhecida na literatura como paridade PUT-CALL e mostra que o valor de uma opção de compra europeia com um determinado preço de exercício e data de exercício pode ser deduzido a partir do valor de uma opção de venda europeia com os mesmos preço e data de exercício, e vice-versa.

o que pode ser temerário, uma vez que, em regra, essas empresas podem não possuir pessoal capacitado para esses tipos de operações.

2.4 CONSIDERAÇÕES SOBRE RISCOS

2.4.1 Riscos no mercado de derivativos

De acordo com OLIVEIRA e PACHECO (2017, pág. 201), risco pode ser definido como sendo a incerteza quanto ao resultado futuro de um investimento que pode ser medido matematicamente. Em uma definição simples, pode-se dizer que risco é a probabilidade de que ocorra algo não esperado quanto ao retorno do investimento ou a probabilidade de ocorrer algo diferente do esperado.

Um dos maiores problemas do risco no mercado de derivativos é a alavancagem. Com ela, é possível ganhar (ou perder) muito mais dinheiro do que se tem.

A título de exemplo, considere uma ação qualquer que esteja a um preço de R\$ 100,00 e alguém ou uma empresa resolve fazer uma operação de venda de 100.000 PUTs dessa ação, a um *strike* de R\$ 50,00, por R\$ 0,01, com vencimento para um mês. Teremos, nesse caso, o ingresso imediato de R\$ 1.000,00 na conta do vendedor.

Normalmente, costuma ser um bom negócio, pois a probabilidade de ganho é muito maior que a de perda e, com isso, há o embolso de R\$ 1.000,00 todos os meses. Porém, apesar de a probabilidade de a ação cair 50% em um mês seja pequena, ela pode acontecer, acontece com pouca frequência, mas acontece, e muitas vezes cai até mais.

Nesse caso, se a ação cai ao valor de R\$ 49,00, a opção que custava R\$ 0,01 pode chegar a R\$ 2,00, ou seja, um aumento de 200 vezes, o que pode gerar um prejuízo de R\$ 200.000,00. Essa alavancagem faz com que operar derivativos se torne um grande risco para quem não possui conhecimento suficiente sobre mercados financeiros, mais especificamente sobre instrumentos derivativos.

2.4.2 Gerenciamento de riscos para todos os usuários de derivativos

HULL (2015, pág. 872 a 876) levanta considerações sobre o risco do uso de instrumentos derivativos. Ele chama essas considerações de “Lições para todos os usuários de derivativos”.

Primeiro, ele trata da definição dos limites do risco, afirmando ser essencial que todas as empresas definam de maneira clara e sem ambiguidades os limites dos riscos financeiros que podem aceitar e então definam procedimentos para garantir que tais limites serão obedecidos. As empresas devem monitorar os riscos com cuidado quando utilizam derivativos, para que seja possível identificar quando uma operação de derivativos deixou sua função de *hedge* para especular, por exemplo. Além disso, é necessário considerar os limites de risco com seriedade, mesmo quando o rompimento do limite gera lucro.

Ademais, HULL (2015, pág. 875) alerta para o fato de que não se deve presumir que se sabe mais que o mercado nem subestimar os benefícios da diversificação, uma vez que o *trader* pode simplesmente ter tido sorte. Quanto à diversificação, ela permite que o investidor reduza os riscos pela metade.

Por fim, segundo HULL (2015, pág. 876), é importante que se realize análises de cenário e testes de estresse²³. Dessa forma, seria possível simular o tamanho do risco a que se está exposto.

²³ Entre os modelos utilizados para análise de riscos, pode-se citar o *Value at Risk* (VaR) e a simulação de Monte Carlo. O VaR é uma tentativa de fornecer um único número que resuma o risco total em um portfólio de ativos financeiros. A simulação de Monte Carlo é um procedimento para gerar uma distribuição de probabilidade, por meio de amostragem aleatória. O *stress testing* envolve estimar como seria o desempenho do portfólio da empresa sob alguns dos movimentos de mercado mais extremos dos últimos 10 a 20 anos (HULL, 2015, pág. 532, 551/552).

3 SOCIEDADES ANÔNIMAS NÃO-FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO

No caso de empresas (não-financeiras), o uso de instrumentos derivativos, como as opções, deveria se limitar à proteção, porém, o que vemos é uma atuação com objetivos de ganhos especulativos no setor financeiro, o que pode ser temerário, uma vez que, em regra, essas empresas podem não possuir pessoal capacitado.

3.1 ACESSO AO MERCADO DE CAPITAIS

Segundo EIZIRIK (2015a, pág. 352), a companhia pode obter os recursos necessários ao desenvolvimento de suas atividades de várias formas: a) autocalcapitalização; b) emissão de ações; c) empréstimos junto ao sistema financeiro; e d) empréstimos mediante a emissão de títulos de dívida, como são as debêntures.

Assim, a debênture²⁴, que é um valor mobiliário que pode ser negociado no mercado de capitais, confere ao seu titular um direito de crédito contra a companhia emissora, cujas condições devem ser objeto de precisa estipulação na escritura de emissão e no certificado, se houver.

Uma outra forma é a emissão de ações ou a abertura de capital. Conforme foi visto no capítulo 1, segundo PINHEIRO (2009, pág. 179), “A abertura de capital é uma fonte alternativa de recursos das empresas que apresenta grandes vantagens sobre os recursos ofertados pelas instituições financeiras, pois estes últimos são geralmente de prazos limitados e padronizados. Além disso, a empresa é obrigada a aderir às condições contratuais surgidas unilateralmente no âmbito das instituições financeiras, enquanto que nos lançamentos de ações e debêntures são os subscritores que aderem às condições e cláusulas impostas pela empresa emissora.”

De acordo com EIZIRIK (2015a, pág. 66), a oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui a operação por meio da qual a companhia ou os titulares de valores mobiliários de sua emissão realizam, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais. Essas ofertas²⁵ são instrumentos por meio dos quais

²⁴ Segundo EIZIRIK (2015a, pág. 354), atualmente, as debêntures constituem valores mobiliários de larga utilização por parte das companhias abertas no processo de captação de recursos do público investidor. A finalidade da debênture consiste em possibilitar o financiamento da companhia emissora, mediante empréstimo contraído junto a restrito círculo de pessoas (quando se trata de emissão privada) ou mediante apelo à poupança popular (no caso de emissão pública colocada no mercado de capitais). É uma forma de a companhia contrair um empréstimo junto ao público, quando necessita de recursos e não deseja recorrer às instituições financeiras nem aumentar o seu capital social, com a emissão de novas ações, pois essa alternativa pode não ser do interesse dos acionistas.

²⁵ Essas ofertas são conhecidas pela sigla IPO (*Initial Public Offer*) ou OPA (Oferta Pública de Ações)

uma companhia fechada acessa o mercado pela primeira vez, promovendo a distribuição pública de valores mobiliários de sua emissão.

Dispõe art. 4º da Lei nº 6.404/76:

Art. 4º. Para os efeitos dessa Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

Segundo EIZIRIK (2015a, pág. 64), a companhia aberta²⁶ é aquela que capta recursos junto ao público, ou seja, tem valores mobiliários de sua emissão publicamente negociados, em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão. Como um dos objetivos básicos do mercado de capitais consiste em permitir o acesso das sociedades anônimas à poupança popular, é fundamental fornecer aos investidores um adequado sistema de proteção, o que se dá por meio do *disclosure*, que consiste na divulgação de informações amplas e completas a respeito da companhia e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados²⁷.

Dessa forma, por meio da oferta pública de ações, uma companhia fechada torna-se uma companhia aberta como meio para obter recursos para o seu desenvolvido econômico e empresarial, entre outras finalidades.

Nesse caso, os compradores dessas ações participarão dos resultados da companhia, podendo negociar esses direitos no mercado.

Segundo EIZIRIK (2015a, pág. 63), a liberdade de negociação das ações constitui o principal traço distintivo da companhia com relação aos demais tipos societários. Os riscos assumidos pelos acionistas podem ser livremente transferidos a outras pessoas interessadas no empreendimento mediante a venda de ações, sem que tal transferência acarrete qualquer transformação na estrutura da companhia.

Essa é uma forma de as sociedades anônimas obterem recursos sem a necessidade de procurar financiamento bancário, o que, normalmente, é uma alternativa muito mais custosa para a companhia, aumentando seu grau de endividamento, o que pode prejudicar sua existência no longo prazo.

3.2 SOCIEDADES ANÔNIMAS

²⁶ No mesmo sentido que a Lei nº 6.404/76, o art. 22 da Lei nº 6.385/76 dispõe que é considerada aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

²⁷ Segundo o art. 4º, § 2º da Lei nº 6.404/76, nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

Segundo EIZIRIK (2015a, pág. 34), a sociedade anônima pode ser definida como a pessoa jurídica de direito privado, de natureza empresarial, cujo capital divide-se em ações, em princípio livremente negociáveis, ficando limitada a responsabilidade de cada um dos acionistas ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

É o que traz o art. 1º da Lei nº 6.404, de 1976:

Art. 1º . A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

Assim, de acordo com o autor citado acima, esse dispositivo cita as duas características essenciais das sociedades anônimas, que é ter o seu capital dividido em ações, o que permite que seus sócios possam, em princípio, negociá-las livremente no mercado, sem que isso acarrete qualquer alteração do estatuto social.

Nesse sentido, vislumbra-se a sociedade anônima como uma sociedade de capital, cujo foco é o desenvolvimento do negócio em si, sem levar em consideração as pessoas envolvidas, diferentemente do que ocorre numa sociedade limitada, que tem caráter pessoal, ou seja, as características pessoais/individuais dos sócios são importantes para o desenvolvimento do negócio.

Vale ressaltar, inclusive, que na sociedade limitada não há livre negociação da participação societária, uma vez que existem vários critérios legais que limitam essa possibilidade.

A outra característica é a responsabilidade limitada dos acionistas ao preço de emissão das ações.

Assim, segundo EIZIRIK (2015a, pág. 36), uma vez pago o preço de emissão das ações, nenhuma responsabilidade patrimonial adicional existe para os subscritores ou adquirentes, exceto no caso de voto abusivo (art. 115 da Lei nº 6.404/76)²⁸ e de abuso do poder de controle (art. 117 da Lei nº 6.404/76)²⁹.

Quanto ao abuso de poder, importante citar que o Superior Tribunal de Justiça (STJ) entendeu que o rol do art. 117 é exemplificativo, e que para que seja caracterizado o abuso de poder não é necessária a intenção subjetiva, mas é imprescindível que haja dano.

Nesse sentido:

²⁸ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

²⁹ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

Recurso especial. Direito Processual Civil e Direito Societário. Art. 117, § 1º, da Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades). Modalidades de abuso de poder de acionista controlador. Forma exemplificativa. Caracterização do abuso de poder. Prova do dano. Precedente. Montante do dano causado pelo abuso de poder do acionista controlador. Fixação em liquidação de sentença. Possibilidade.

1. O § 1º, do art. 117, da Lei das Sociedades Anônimas enumera as modalidades de exercício abusivo de poder pelo acionista controlador de forma apenas exemplificativa. Doutrina. – A Lei das Sociedades Anônimas adotou padrões amplos no que tange aos atos caracterizadores de exercício abusivo de poder pelos acionistas controladores, porquanto esse critério normativo permite ao juiz e às autoridades administrativas, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), incluir outros atos lesivos efetivamente praticados pelos controladores.

2. Para a caracterização do abuso de poder de que trata o art. 117 da Lei das Sociedades por ações, ainda que desnecessária a prova da intenção subjetiva do acionista controlador em prejudicar a companhia ou os minoritários, é indispensável a prova do dano. Precedente.

3. Se, não obstante, a iniciativa probatória do acionista prejudicado, não for possível fixar, já no processo de conhecimento, o montante do dano causado pelo abuso de poder do acionista controlador, esta fixação deverá ser deixada para a liquidação de sentença. Recursos especial provido (STJ: REsp 798.264/SP, Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, Rel. p/ Acórdão Min. Nancy Andrighi, 3ª Turma, j. 06.02.2007, DJ 16.04.2007, p. 189).

Em relação ao objeto social da sociedade anônima, dispõe a Lei nº 6.404/76, em seu art. 2º:

Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

§ 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.

§ 2º O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo.

§ 3º A companhia pode ter por objeto participar de outras sociedades; ainda que não prevista no estatuto, a participação é facultada como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais.

De acordo com EIZIRIK (2015a, pág. 41), o objeto social compreende o fim para o qual a sociedade é constituída, declarando o negócio, gênero de operações ou atividades, em função das quais a companhia foi criada. Consiste, assim, na expressão escrita do motivo para a congregação de interesses das partes em torno da celebração do contrato plurilateral de sociedade. Nesse sentido, o objeto social representaria uma enunciação dos objetivos empresariais dos contratantes, a fixação das atividades negociais que foram motivo para a constituição da sociedade.

EIZIRIK (2015a, pág. 42) informa, ainda, que o objeto social pode ser compreendido sob 2 ângulos: formal e substancial. Pelo primeiro, o objeto social corresponde à definição estatutária da sociedade de fins lucrativos, não contrária à Lei, à ordem pública e aos bons costumes. Já pelo ângulo substancial, o objeto social compreende às atividades realmente desenvolvidas pela companhia com finalidades lucrativas.

Ainda nas palavras de EIZIRIK (2015a, pág. 43):

O objeto social não constitui a prática de um ato isolado, mas o exercício de uma atividade, para cuja realização admite-se a conclusão de diversos negócios jurídicos autônomos, desde que estejam voltados à consecução da atividade empresarial definida no estatuto social. A atividade-fim é aquela constante do objeto social e que a companhia exerce para atingir o seu escopo lucrativo, e a atividade-meio é cada ato ou negócio jurídico em particular por ela praticado como instrumento ou meio para a realização do objeto social. Assim, por exemplo, uma companhia, cujo objeto social é a criação, abate e venda de aves (atividade-fim), pode fabricar galpões para abrigá-las, bem como plantar e colher grãos para alimentá-las (atividade-meio).

Leciona ASCARELLI (2001, pág. 395) que:

Nos contratos plurilaterais, o escopo, em sua precisa configuração em cada caso concreto (por exemplo, constituição de uma sociedade para a compra e venda de livros), é juridicamente relevante. Constitui o elemento “comum”, “unificador” das várias adesões e concorre para determinar o alcance dos direitos e dos deveres das partes. Ele se prende justamente àquela atividade ulterior, a que o contrato plurilateral é destinado.

Assim, percebe-se que, regra geral, os negócios da companhia devem se limitar à sua atividade-fim, porém, como exceção, podem ser realizadas atividades que tenham como objetivo³⁰ alcançar o objetivo principal da companhia, ou seja, seu objeto social. Importante ressaltar que o § 3º do art. 2º da Lei nº 6.404, de 1976, permite que as companhias realizem a exploração indireta do objeto social por meio de participação em outras sociedades, como meio de realizar o objeto social.

Nesse contexto, importante excerto de EIZIRIK (2015a, pág. 45):

O objeto social preciso e completo representa a definição da atividade societária. Sua disciplina visa à preservação da segurança jurídica no exercício da empresa. Seja para impedir abusos dos controladores em detrimento dos minoritários, seja para prevenir o desvio da finalidade empresarial por parte dos administradores, o objeto social é a segurança para os minoritários, para os credores e para a Administração Pública de que a sociedade não praticará, validamente, atos que violem os propósitos aos quais se vinculou estatutariamente. Não constitui a prática de um ato isolado, mas o exercício de uma atividade, para cuja realização admite-se a conclusão de diversos negócios jurídicos autônomos.

A própria exposição de motivos da Lei nº 6.404, de 1976³¹, explica o motivo pelo qual foi adotado o requisito de precisão do objeto social: *“prescreve que o objeto social seja definido de modo preciso e completo (art. 2º, § 2º), o que constitui providência fundamental para defesa da minoria, pois limita a área de discricionariedade de administradores e acionistas majoritários e possibilita a caracterização de modalidades de abuso de poder.”*

³⁰ Seriam os chamados atos integrativos que, conforme TAVARES GUERREIRO (1974, pág. 68), se apresentam como que espécie do gênero posto estatutariamente e que, ante sua obviedade, não exigem a previsão expressa e exaustiva no estatuto, na medida em que somente servem de anteparo à prática da atividade econômica principal da companhia, esta sim regrada em sua completude.

³¹ Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976.

Assim, segundo EIZIRIK (2015a, pág. 45), o objeto limita os poderes dos administradores. A eventual responsabilização dos administradores por excesso de poderes ou desvio de finalidade precisa da prévia delimitação dos poderes e das finalidades da companhia, os quais estão contidos no objeto social. Portanto, quando o administrador pratica um ato estranho (*ultra vires*) ao objeto social, está ultrapassando os limites que lhe foram impostos, o que pode acarretar sua responsabilização.

No mesmo sentido, CARVALHOSA (1997, pág. 34), que aduz que, no estatuto da sociedade, o objeto serve para delimitar a atuação da sociedade, vislumbrando a responsabilização do administrador e controladores que extrapolarem limites impostos.

3.2.1. Diferença jurídica e social das sociedades anônimas financeiras e não-financeiras

De forma geral, não há diferença substancial e legal entre uma sociedade anônima financeira e uma sociedade anônima não-financeira. Na prática, a diferença existirá no que se refere ao objeto social, e às regras jurídicas específicas que decorrem desse objeto.

Uma sociedade anônima financeira está sujeita a regras próprias, dentro de um contexto de mercado regulado.

Assim, a título de exemplo, o estatuto do Itaú Unibanco Holding S. A., que é uma sociedade anônima financeira, em seu art. 2º, traz: “a sociedade tem por objeto a atividade bancária em todas as modalidades autorizadas, inclusive a de operações de câmbio.”.

Já o estatuto social do Banco Bradesco S. A. consta, em seu art. 5º, que o objetivo da sociedade é efetuar operações bancárias em geral, inclusive câmbio, e administrar carteiras de valores mobiliários, nas categorias administrador fiduciário e gestor de recursos.

Nesses casos, podemos ponderar que o uso de instrumentos derivativos, principalmente derivativos cambiais, mesmo que para fins especulativos, faz parte das atividades-fim dessas sociedades.

No caso de sociedades anônimas não-financeiras, embora a atuação no mercado de derivativos não esteja em seu objeto, ele é utilizado com fins de hedge, principalmente para proteção de contratos atrelados à variação cambial, como os de exportação.

Nesse sentido, é normal, e até mesmo necessário, que as empresas de alguns setores se protejam com o uso de contratos derivativos, por meio de uma gestão de riscos cambiais.

O que não faria sentido é o uso, por essas empresas, de instrumentos derivativos com fins especulativos, com a finalidade de obtenção de lucros financeiros, o que fugiria ao objeto social da companhia.

3.2.1.1 Gerenciamento de riscos para instituições financeiras (empresas financeiras)

No caso das instituições financeiras, HULL (2015, pág. 877 a 882) fornece as seguintes considerações:

I – Monitore os *traders* com cuidado: HULL (2015, pág. 877) afirma que os *traders* que costumam obter melhores resultados são pouco fiscalizados, o que deixa a instituição financeira sem saber se os bons resultados são obtidos junto com um alto risco ou com um risco razoável.

II – Separe *front*, *middle* e *back office*: no *front office*, tem-se os *traders*, que estão atuando diretamente no mercado, realizando as negociações dos ativos; no *middle office*, tem-se os gestores de risco; no *back office*, há o registro contábil das operações. HULL (2015, pág. 877) informa que grandes desastres financeiros com o uso de derivativos ocorreram pela não segregação desses setores³².

III – Não confie cegamente nos modelos: segundo HULL (2015, pág. 877), algumas das grandes perdas incorridas por instituições financeiras ocorreram devido aos modelos e sistemas de computador utilizados. Portanto, é importante analisá-los com muita atenção.

IV – Seja conservador no reconhecimento dos lucros de abertura: aqui, HULL (2015, pág. 878) fornece um exemplo: “imagine que uma instituição financeira vende um instrumento para um cliente por 10 milhões de dólares a mais do que ele vale, ou pelo menos por 10 milhões a mais do que o modelo diz que ele vale. Os dez milhões representam o chamado lucro de abertura. Quando ele deve ser reconhecido? Parece haver bastante variação em termos de como as diversas instituições financeiras agem. Algumas reconhecem os 10 milhões imediatamente, enquanto outras são muito mais conservadoras e reconhecem o valor lentamente, durante toda a duração do negócio. Reconhecer os lucros de abertura imediatamente é muito arriscado, pois encoraja os *traders* a usar modelos agressivos, receber seus bônus e ir embora antes do modelo e do valor do negócio serem analisados em mais detalhes.”

V – Não venda produtos impróprios para os clientes: HULL (2015, pág. 878) relata ser tentador vender produtos impróprios para clientes corporativos, especialmente quando estes parecem estar sedentos pelos riscos subjacentes. Porém, isso não é uma atitude inteligente³³.

³² Essa segregação é conhecida, no mercado financeiro, como *Chinese Wall*. HULL (2015, pág. 877) cita o caso famoso de Nick Leeson, que controlava o *front office* e o *back office* do Banco Barings em Singapura e, por isso, conseguiu esconder dos superiores os prejuízos que estava acumulando com operações com derivativos.

³³ HULL (2015, pág. 878) relata um caso concreto, o do *Bankers Trust* (BT), que retrataremos aqui por ser bastante similar ao nosso objeto de estudo, tratado no capítulo 4. Muitos dos clientes do BT foram convencidos

VI – Cuidado com o lucro fácil: de acordo com HULL (2015, pág. 879), em geral, as transações em que altos lucros parecem fáceis de obter devem ser analisadas com cuidado em busca de riscos ocultos.

VII – Não ignore o risco de liquidez: HULL (2015, pág. 879) afirma que é perigoso assumir que instrumentos negociados menos ativamente sempre podem ser negociados a preços próximos de seu preço teórico. Quando os mercados financeiros sofrem algum tipo de choque, costuma ocorrer uma chamada “fuga para a qualidade”. Nesse sentido, a liquidez se torna muito importante para os investidores e os instrumentos ilíquidos costumam ser vendidos com descontos significativos em relação a seus valores teóricos.

VIII – Cuidado quando todos estão seguindo a mesma estratégia de negociação: para HULL (2015, pág. 880), às vezes, muitos participantes do mercado estão seguindo basicamente a mesma estratégia de negociação. Isso cria um ambiente perigoso, com o risco de grandes movimentações no mercado, mercados instáveis e grandes perdas para os participantes.

XIX – Não abuse do financiamento de curto prazo para necessidades de longo prazo: segundo HULL (2015, pág. 881), todas as instituições financeiras, em regra, financiam necessidades de longo prazo com fontes de curto prazo, mas uma instituição que depende excessivamente de fundos de curto prazo tende a se expor a riscos de liquidez inaceitáveis. Ele cita como exemplo a quebra do Lehman Brothers, que foi causada pela dependência excessiva do financiamento de curto prazo.

X – A transparência de mercado é importante: segundo HULL (2015, pág. 881/882), o colapso do *subprime* em agosto de 2007 fez com que os investidores perdessem a confiança em todos os produtos estruturados e se retirassem desse mercado. Isso levou a uma crise do mercado em que tranches de produtos estruturados somente podiam ser vendidos a preços abaixo de seus valores teóricos. A consequência foi uma fuga para a qualidade e o aumento dos spreads de crédito. Se o mercado tivesse sido transparente para que os investidores entendessem os títulos garantidos por ativos que estavam comprando, o *subprime* ainda teria causado perdas, mas a fuga para a qualidade e o tumulto do mercado teriam sido menos acentuados.

a comprar produtos de alto risco e totalmente inadequados. Um produto típico daria ao cliente uma boa chance de poupar alguns pontos-base sobre seus empréstimos e uma pequena chance de custar uma fortuna. Os produtos funcionaram bem para os clientes do BT em 1992 e 1993, mas estouraram em 1994 quando as taxas de juros subiram rapidamente. A má publicidade subsequente foi altamente prejudicial para o BT. Os anos que passara construindo confiança entre os clientes corporativos e desenvolvendo uma reputação invejável de inovação em derivativos foram praticamente desperdiçados devido às atividades de alguns vendedores agressivos. O BT foi forçado a pagar somas enormes a seus clientes para resolver ações judiciais fora dos tribunais. A empresa acabou sendo adquirida pelo Deutsche Bank em 1999.

XI – Administre os incentivos: HULL (2015, pág. 882) novamente usa como exemplo a crise de crédito de 2007 e 2008. Ele cita que os sistemas de bônus dos bancos tendiam a enfatizar o desempenho de curto prazo. Algumas instituições adotaram sistemas nos quais os bônus se baseiam no desempenho durante períodos maiores do que um ano. Esse fato desincentiva os *traders* de realizar negociações que parecerão boas no curto prazo, mas que podem “estourar” em alguns anos.

XII – Nunca ignore a gestão de riscos: segundo afirma HULL (2015, pág. 882), em tempos bons, há a tendência de imaginar que nada pode dar errado e ignorar os resultados de testes de estresse e outras análises realizadas pelo grupo de gestão de riscos.

Essas considerações parecem mais com lições com base em fatos já acontecidos, para que não se repita, mas, a história mostra que continuam se repetindo.

3.2.1.2 Gerenciamento de riscos para instituições não-financeiras (empresas não-financeiras)

Diferentemente das instituições financeiras, em relação às instituições não-financeiras, as considerações/lições de HULL (2015, pág. 883 e 884) são menos extensas, mas não menos importantes.

HULL (2015, pág. 883) alerta para que as instituições não-financeiras tenham a certeza de que entendem totalmente as negociações que estão realizando. Nesse sentido, as empresas nunca deveriam realizar uma negociação ou implementar uma estratégia de negociação que não entendem completamente.

Isso se torna particularmente difícil quando estamos falando sobre derivativos, instrumentos que exigem um conhecimento avançado de finanças e, muitas vezes, até mesmo de matemática complexa.

Retomando os dizeres de HULL (2015, pág. 883), uma maneira de garantir que se entende completamente um instrumento financeiro é avaliá-lo. Se a empresa não possui a capacidade interna de avaliar um instrumento, ela não deveria negociá-lo.

Outra lição de HULL (2015, pág. 883) para as instituições não-financeiras consiste no fato de garantir que o *hedger* não se transforme em especulador. Ele cita um comportamento típico do *trader* responsável por gerenciar riscos, como o de câmbio: “no início, o *trader* trabalha com diligência e conquista a confiança da alta gerência. O *trader* avalia as exposições da empresa e faz o hedge correspondente. Com o tempo, o *trader* se convence de que sabe mais

sobre o futuro do que o mercado. Aos poucos, ele se transforma em um especulador. No início, tudo dá certo, mas então a empresa sofre uma perda. Para recuperar a perda, o *trader* dobra sua aposta. Mas ele perde de novo, e de novo, e de novo. O resultado quase sempre é um desastre.

Por fim, HULL (2015, pág. 884) avisa para ter cuidado ao transformar a tesouraria em centro de lucro. Nesses termos, o tesoureiro seria incentivado a reduzir os custos de financiamento e gerenciar os riscos da maneira mais lucrativa possível. O problema é que o potencial de gerar lucros do tesoureiro é limitado. Quando levanta fundos e investe o superávit de caixa, o tesoureiro enfrenta um mercado eficiente. A única maneira de melhorar o resultado final é aceitando riscos adicionais. O programa de hedge da empresa dá ao tesoureiro escopo para tomar decisões espertas que aumentam os lucros, porém, é preciso lembrar que o objetivo do programa de hedge é reduzir os riscos, não aumentar os lucros esperados.

HULL (2015, pág. 884) finaliza sua exposição informando que as perdas enormes sofridas com o uso de derivativos deixou muitos tesoureiros assustados, tanto que após essas perdas, algumas organizações não financeiras anunciaram planos de reduzir ou até eliminar o uso de derivativos.

Essa medida parece mais culpar o instrumento em si do que o seu executor, uma vez que o mau uso de uma ferramenta não faz dela algo ruim. Os derivativos importantes para o gerenciamento de riscos e, se bem utilizados, geram a proteção necessária que uma empresa exposta a determinados riscos necessita.

Como veremos no capítulo 4, o desprezo por essas considerações foi o que levou a Sadia S.A., empresa não-financeira, a ter prejuízos bilionários com operações com derivativos financeiros.

3.2.2 Administração da sociedade

Segundo EIZIRIK (2015b, pág. 18 a 19), o direito societário brasileiro, desde a edição do Decreto-Lei nº 2.627/1940, seguiu a teoria organicista no que toca ao vínculo existente entre os administradores e a sociedade. Assim, os administradores são representantes orgânicos da companhia, decorrendo seus poderes e atribuições da lei e do estatuto, não de um mandato por ela outorgado, ou seja, as funções dos administradores se originam do próprio aparelhamento da pessoa jurídica. Nesse sentido, os administradores são elementos integrantes da sociedade, necessários para que ela possa manifestar sua vontade diante de terceiros. Por isso, quando um órgão pratica um ato, esse ato corresponde a um ato da própria pessoa jurídica, não existindo,

nesse caso, representação, e sim apresentação, já que a companhia faz-se presente mediante a atuação de seu órgão.

Nas palavras de EIZIRIK (2015b, pág. 19):

Como não existe, entre a companhia e os seus administradores, uma relação contratual, a nomeação e a aceitação do cargo constituem o meio para que alcance o administrador a titularidade do órgão. Tais atos – nomeação e aceitação – não configuram negócio jurídico, mas atos corporativos, puramente societários, que têm seu conteúdo estabelecido na Lei das S.A., necessários para que o administrador seja aparelhado como órgão e possa representar a pessoa jurídica.

Corroborando essa ideia, VALVERDE (1959, pág. 287):

O exercício das funções de diretor ou administrador de uma sociedade anônima não estabelece relações contratuais, ou de mandato, ou de locação de serviços, entre o administrador ou diretor e a sociedade (...) Se o nomeado aceita o cargo, deverá exercê-lo na conformidade das prescrições legais e estatutárias, que presidem ao funcionamento da pessoa jurídica. Adquire uma qualidade, uma situação jurídica dentro do grupo ou corporação, a qual lhe impõe deveres e exige o desenvolvimento de certa atividade a bem dos interesses coletivos.

Dessa maneira, a atuação dos órgãos de administração correspondem aos atos da própria sociedade. Para regulamentar essa atuação, a Lei nº 6.404/76 traz as atribuições desses órgãos e também os deveres e responsabilidades dos membros que compõem esses órgãos.

Assim, segundo EIZIRIK (2015b, pág. 20), os administradores têm o poder-dever de administrar, ou seja, de praticar todos os atos, seja na esfera deliberativa superior, de planejamento e orientação dos negócios sociais, de competência do conselho de administração, seja na esfera executiva, de gestão, ordinária, do dia a dia da empresa, e de sua representação, de competência dos diretores.

Dessa forma, para EIZIRIK (2015b, pág. 20), administrar, no direito societário, importa na prática de todos os atos necessários à realização do objeto social, com finalidade lucrativa, ou seja, visando ao interesse social.

Nessa linha de raciocínio, EIZIRIK (2015b, pág. 20) traz importante conclusão sobre a atuação da administração da sociedade:

Não é possível, nem recomendável, a elaboração e fixação, na lei ou no estatuto social, de um elenco taxativo de atos que devam ser incluídos no âmbito da atividade de administrar a companhia; tal procedimento restringiria as possibilidades de atuação dos administradores, pois é rigorosamente impossível prever todas as situações frente às quais deverão tomar decisões. A atuação dos administradores deve ser dirigida a um determinado fim – o interesse social –, daí decorrendo que a sua atividade é vinculada; por outro lado, eles podem escolher de forma discricionária os meios adequados para atingir tal objetivo.

Importante ressaltar que essa não taxatividade pode também gerar uma área cinzenta, em que não se sabe ao certo até onde os poderes do administrador podem ir e a partir de que ponto esses poderes começam a se afastar do interesse social.

Na mesma direção, TAVARES GUERREIRO (1981, pág. 74), que afirma:

Não se pode negar, na experiência concreta, que se defere aos administradores certa margem de discricionariedade na condução dos negócios sociais, pois nem a lei nem o estatuto poderão jamais definir, com exatidão e amplitude exaustiva, as condições específicas de legitimação dos gestores à prática dos chamados atos regulares de gestão, individualmente considerados. Na aferição da conduta dos administradores, dois fatores, porém, introduzem elementos valorativos de singular expressão. Em primeiro lugar, a relativa discricionariedade da gestão tem por limite específico o objeto social, que há de ser definido no estatuto de modo preciso e completo, segundo o preceito do § 2º do art. 2º da lei. Além dessa limitação de caráter objetivo, outro temperamento se impõe: a liberdade de gestão somente se admite enquanto ordenada a perseguir um escopo concreto: o atendimento do interesse social.

O art. 138 da Lei n 6.404/76 dispõe sobre a administração da companhia:

Art. 138. 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.

§ 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração.

Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.

Do dispositivo acima, percebe-se que a administração da sociedade é atribuição de dois órgãos internos: a diretoria e o conselho de administração.

Não se trata, aqui, do modelo dualista, no qual existem dois órgãos, um para a administração em si e um de supervisão³⁴. Segundo EIZIRIK (2015b, pág. 22), entre nós, adotou-se um sistema híbrido, dotado de razoável flexibilidade, que pode ser bem adaptado ao porte e à composição acionária de cada companhia.

Nesse sentido EIZIRIK (2015b, pág. 22):

O conselho de administração, órgão colegiado e deliberativo, somente é obrigatório nas companhias abertas, nas sociedades de economia mista e nas de capital autorizado. Diversamente do que ocorre em vários países, não é obrigatória a presença de trabalhadores em sua composição, mas somente de representantes dos acionistas, controladores e minoritários. A diretoria é usualmente apenas órgão de representação e de execução, embora nas sociedades que não dispõem do conselho de administração, possa também apresentar feição deliberativa. Assim, não se pode afirmar que o nosso modelo é bipartido; na realidade, está mais próximo do modelo unitário, uma vez que na imensa maioria das companhias, que são fechadas e de capital fixo, não existe

³⁴ Segundo EIZIRIK (2015b, pág. 21), há o sistema unitário, ou monista, em que há apenas um órgão de administração, cujos membros são eleitos diretamente pela assembleia geral, o qual concentra todas as funções administrativas; e o sistema bipartido, ou dualista, no qual existem dois conselhos, um de supervisão, que fiscaliza como atuam os administradores, outro executivo, ao qual incumbe a gestão ordinária dos negócios e a representação da companhia.

conselho de administração, constituindo a diretoria o único órgão de administração. Ademais, o conselho de administração não se equipara ao *Aufsichtsrat*, embora tenha atribuições de vigilância dos diretores, também desempenha atividades administrativas, mais ligadas à orientação geral dos negócios da companhia, não à sua gestão ordinária. Há outra diferença importante do nosso sistema com relação ao regime dualista: ainda que conselho de administração e a diretoria sejam órgãos legalmente separados, podem ter membros comuns (artigo 143, § 1º).

O conselho de administração, como órgão societário, é definido por EIZIRIK (2015b, pág. 24) como órgão de deliberação colegiada, o que significa que seus membros devem deliberar em conjunto, não detendo competência individual. As decisões do órgão, manifestações de sua vontade, são tomadas em suas reuniões, mediante votação, se necessário, prevalecendo sempre o princípio majoritário. Nesse sentido, as decisões tomadas pelo órgão vinculam todos os seus membros³⁵, mesmo os ausentes e os dissidentes, os quais poderão lavrar seus votos em separado.

Na mesma linha, RAMOS (2014, pág. 344) leciona que o conselho de administração é órgão deliberativo que assume a incumbência básica de tratar das matérias especificamente relacionadas à gestão dos negócios da sociedade anônima.

Já a lei não define conselho de administração, mas dispõe sobre suas principais características e atribuições, conforme pode-se verificar a seguir:

Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer:

I - o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembléia ou pelo próprio conselho;(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - o modo de substituição dos conselheiros;

III - o prazo de gestão, que não poderá ser superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;

(...)

Art. 142. Compete ao conselho de administração:

I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;

II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;

III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

(...)

Apesar de o nosso sistema societário, no que diz respeito ao conselho de administração, aproximar-se do modelo norte-americano, segundo EIZIRIK (2015b, pág. 28), naquele país o órgão (*board of directors*) dispõe de mais poderes, sendo absolutamente hegemônico na estrutura de poder das companhias, vigorando a chamada *director primacy doctrine*, na qual há a concentração de poderes nas mãos dos membros do conselho de administração, que possui a

³⁵ Ao contrário do conselho fiscal, onde os membros possuem competências individuais.

competência para dirigir os negócios sociais, podendo delegar aos diretores (*officers*) algumas tarefas de gestão. Ressalta-se, ainda, que o conselho de administração representa o principal integrante do universo da governança corporativa³⁶, que vem sendo adotada em quase todos os países.

De acordo com o IBGC (2004, pág. 20), governança corporativa pode ser entendida como:

o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Quotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Os princípios de governança corporativa são baseados na transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. Por esse último, tem-se que os agentes de governança corporativa devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos (IBGC, 2004, pág. 21).

Já a diretoria, segundo a Lei nº 6.404/76, é composta por dois ou mais diretores, conforme o art. 143:

Art. 143. 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:

- I - o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos;
- II - o modo de sua substituição;
- III - o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;
- IV - as atribuições e poderes de cada diretor.

§ 1º Os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3 (um terço), poderão ser eleitos para cargos de diretores.

§ 2º O estatuto pode estabelecer que determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião da diretoria.

Para EIZIRIK (2015b, pág. 24), a representação³⁷ da companhia, assim como sua administração ordinária, compete com exclusividade aos diretores, na forma estabelecida no estatuto, consistindo a diretoria em órgão executivo e permanente.

³⁶ Segundo EIZIRIK (2015b, pág. 18), mais recentemente os princípios de governança corporativa passaram a ser objeto da chamada “Soft Law”, sob a forma de recomendações de entidades autorreguladoras. Atualmente, quase todos os países europeus possuem códigos de governança corporativa, sendo o mais conhecido deles o “UK Corporate Governance Code”.

³⁷ Importante frisar que, segundo EIZIRIK (2015b, pág. 67), a expressão “representação da companhia” constitui pura conveniência terminológica, de vez que não há representação no sentido técnico jurídico. Os

Enquanto para RAMOS (2014, pág. 347), a diretoria, como o outro órgão encarregado da administração da companhia, corresponde, na verdade, ao órgão realmente incumbido de desempenhar, de maneira efetiva, a gestão dos negócios sociais. Assim, os diretores são os verdadeiros executivos da sociedade anônima, sendo responsáveis pela sua direção e pela sua representação.

A Lei nº 6.404/76 dispõe, em seu art. 145, que as normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores.

Entre os deveres do administrador previstos na lei, são relevantes para nosso trabalho as questões relacionadas com dever de diligência e a finalidade das atribuições e desvio de poder.

O art. 153 da Lei das S.A. estabelece que 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.

O dever de diligência, do inglês *Due Diligence*, é um conceito abstrato e complexo. Segundo EIZIRIK (2015, pág. 116), sua complexidade deriva da forma como foi inserido na Lei das S.A., como um *standard*, ou seja, como um padrão geral de conduta, uma orientação flexível, cuja aferição não só varia no tempo como também deve ser verificada caso a caso.

Para auxiliar no entendimento concreto em relação ao dever de diligência, EIZIRIK (2015b, pág. 118) traz uma lista de recomendações listadas no *Guidebook of Director*, elaborado pela *American Bar Association*:

- (i) Os administradores devem participar, pessoalmente ou por telefone, das reuniões dos órgãos da administração (*time commitment and regular attendance*);
- (ii) Os administradores devem estar bem informados a respeito das matérias que serão discutidas nas reuniões para as quais forem convocados, cumprindo-lhes, ainda, analisar previamente tais informações e verificar se são suficientes para que possam votar e tomar as decisões pertinentes de maneira consciente (*the need to be informed*);
- (iii) Os administradores têm o direito de confiar nas informações e nos relatórios e estudos elaborados pelo corpo executivo, por empregados, auditores e outros membros dos órgãos de administração dos quais não façam parte (*the right to rely on others*), desde que não tenham conhecimento de fatos que os levem a desacreditar nos dados que lhes foram fornecidos;

administradores, investidos do “poder de representação”, agem como se fossem a companhia, já que a administração de que participam constitui um órgão integrante da estrutura da pessoa jurídica.

- (iv) Os administradores devem, ainda, investigar potenciais problemas ou assuntos quando forem alertados pelas circunstâncias ou por eventos que lhes indiquem que a companhia possa vir a passar por complicações ou praticar alguma conduta ilegal (*inquiry*). Nesses casos, os administradores devem promover investigações até constatarem que o corpo executivo está lidando de maneira apropriada com a situação; e
- (v) Os administradores devem informar seus pares a respeito dos fatos que considerem importantes para a tomada de uma decisão ou para o exercício de supervisão sobre os negócios da companhia (*disclosure among directors*).

Assim, EIZIRIK (2015b, pág. 120/121) indica que, para a aferição do comportamento diligente do administrador, deve-se examinar se ele atendeu aos deveres de: se qualificar para o cargo; bem administrar; se informar; investigar e vigiar. Nesse sentido, o dever de bem administrar consiste na atuação do administrador visando à consecução do interesse social, embora não se exija que as decisões por ele tomadas acarretem necessariamente resultados positivos, uma vez que o dever de diligência constitui obrigação de meio e não de resultado. Portanto, o dever de diligência não constitui dever de inteligência, ou seja, caso o administrador atue com diligência, o eventual erro que cometer não poderá acarretar a sua responsabilização. Mas, o administrador tem o dever de investigar/monitorar o desenvolvimento das atividades da companhia.

Nesse sentido, leciona esse renomado autor que “também vem sendo observado que integra o dever de diligência o adequado acompanhamento dos riscos, especialmente quando a companhia realiza operações significativas com instrumentos financeiros.”.

Percebe-se, aqui, a questão do uso de derivativos (espécie de instrumento financeiro) por empresas não-financeiras (ou qualquer empresa). Assim, o dever de acompanhar o risco faz parte do dever de diligência do administrador.

Isso consta, inclusive, no voto do relator no processo administrativo sancionador da CVM nº RJ 18/08:

(...) entendo que o acompanhamento de sistema de monitoramento de riscos, dentro das políticas estabelecidas pelas próprias empresas, se constitua em um dos deveres do conselho de administração. Este deve zelar para que sistemas apropriados estejam em operação em uma companhia, notadamente quando essa companhia, em sua atividade rotineira, realiza operações com instrumentos financeiros capazes de alterar parte significativa de seu resultado. Entendo, assim, que sistemas de monitoração e controle de riscos inoperantes ou ineficazes constituem violação ao dever de diligência, mais especificamente ao componente do dever de vigiar.

Nesse sentido, para o IBGC (2004, pág. 32):

o Conselho de Administração deve assegurar-se de que a Diretoria identifique preventivamente – por meio de sistema de informações adequado – e liste os principais riscos aos quais a sociedade está exposta, sua probabilidade de ocorrência, bem como as medidas e os planos adotados para sua prevenção ou minimização.

Segundo CORRÊA-LIMA (1989, pág. 69), os membros do Conselho de Administração têm o dever de supervisionar a conduta da diretoria e dos diretores, e estes, juntamente com os conselheiros, têm o dever de supervisionar o comportamento de gerentes e empregados da companhia.

Para SILVA (2007, pág. 7), o dever de diligência não se resume em simplesmente obter informações necessárias para a tomada de determinada decisão, indo muito além: exige uma postura proativa dos administradores na fiscalização da companhia, inclusive no que se refere à fiscalização da observância dos demais princípios de governança corporativa³⁸.

3.2.3 *Business Judgment Rule*

Como o conceito de dever de diligência é muito amplo, segundo EIZIRIK (2015b, pág. 124/125 e 190/191), desenvolveu-se nos Estados Unidos, a chamada *business judgement rule*, que permite a presunção de que, ao tomarem uma decisão empresarial, os administradores agiram com os conhecimentos e informações adequadas e de boa-fé, acreditando que ela atende aos interesses sociais. Assim, em tais circunstâncias, as decisões adotadas pelos administradores não podem ser revistas pelos tribunais, nem os sujeitam à responsabilização, ainda que se revelem posteriormente inadequadas ou mal sucedidas. A finalidade dessa regra é evitar que o Poder Judiciário substitua o administrador, que deve ter a liberdade para decidir sobre a conveniência e oportunidade de suas ações e também fornecer aos administradores

³⁸ PARGENDLER (2015, pág. 8) informa que o mais famoso e controvertido exemplo de responsabilização dos administradores por violação do dever de diligência se deu no caso *Smith vs. Van Gorkom*, em decisão relatada pelo juiz Henry Ridgely Horsey. Decidiu a Suprema Corte de Delaware, na ocasião, que os membros do *board of directors* atuaram com negligência grave (*gross negligence*) ao aprovar a venda da companhia às pressas e sem a obtenção das informações necessárias – ainda que com vultoso prêmio de 50% relativamente ao preço de mercado das ações. Diante da reação negativa ao caso e do surto de pânico entre administradores e seguradores que se seguiu, o Estado de Delaware não tardou em apaziguar os ânimos oferecendo nova solução pela via legislativa. Em 1986, acrescentou-se ao Delaware General Corporation Law a já célebre regra da seção 102 (b) (7), a qual autoriza a adoção de cláusula estatutária excludente da responsabilidade civil dos administradores por violação ao dever de diligência. Nesse sentido, ao validar a percepção de que um regime severo de responsabilidade civil dos administradores não atenderia aos interesses dos acionistas, a cláusula exonerativa estatutária, nos termos da seção 102 (b) (7), foi amplamente adotada pelas companhias de Delaware e conduziu a um novo fluxo de reincorporações naquele estado. Porém, a mesma regra proíbe a exclusão de responsabilidade por “violação do dever de lealdade à companhia e aos seus acionistas”, bem como “por atos e omissões que não sejam de boa-fé ou que envolvam mau comportamento intencional ou violação consciente da lei.”.

proteção para as suas decisões, estimulando-os a assumirem cargos de gestão e a correrem os riscos inerentes à atividade empresarial.

Nesse sentido, ainda nas palavras de EIZIRIK (2015b, pág. 191):

a regra da decisão empresarial, que isenta a responsabilidade do administrador, é aplicável uma vez atendidos cumulativamente os seguintes requisitos: (i) deve ter ocorrido uma decisão, não estando protegidas pela regra as condutas omissivas, exceto se resultantes de uma decisão de não tomar qualquer medida; (ii) os administradores não podem ter qualquer interesse financeiro ou pessoal na matéria, ou seja, não se aplica a regra se estiverem em situação de conflito de interesses; (iii) os administradores devem estar bem informados antes de tomarem a decisão, isto é, atuando de forma diligente; (iv) os administradores devem estar perseguindo o interesse social; (v) a atuação dos administradores deve ter ocorrido no âmbito dos seus poderes legais e estatutários; e (vi) os administradores devem estar atuando de boa fé.

Reforçando a doutrina de Eizirik, SILVA (2007, pág. 195) afirma que existem cinco elementos da *business judgment rule*: (i) decisão ou julgamento do negócio³⁹; (ii) desinteresse e independência⁴⁰; (iii) dever de diligência⁴¹; (iv) boa-fé⁴²; (v) inexistência de abuso de discricionariedade⁴³. Assim, exige-se o pressuposto de que cada um desses elementos esteja presente para proteger os administradores e suas decisões de uma segunda análise pelo Poder Judiciário⁴⁴.

Nesse sentido, por meio desse instituto, segundo PARGENDLER (2015, pág. 4), procura-se evitar que o juiz, presumivelmente sem qualquer expertise empresarial, avalie o mérito de decisões gerenciais. Alude-se, assim, ao viés chamado de *hindsight bias*⁴⁵, que

³⁹ Deve haver uma decisão; sem decisão não há que se falar em *business judgment rule* (a decisão consciente de deixar de fazer algo continua protegida pela *business judgment rule*).

⁴⁰ Se houver interesse do administrador na conduta, não haverá proteção da *business judgment rule*.

⁴¹ O administrador deve atuar com a devida informação sobre a matéria a ser decidida. O cumprimento do dever de diligência, estando o administrador devidamente informado, restringirá a atuação do Judiciário no sentido de determinar se decisão do administrador foi correta.

⁴² A *business judgment rule* presume que a conduta do administrador deva ser na crença honesta e de boa-fé de que a decisão tomada não foi influenciada e que foi nos melhores interesses da companhia.

⁴³ Não haverá proteção de decisões fora dos limites permitidos pelos poderes discricionários concedidos aos administradores.

⁴⁴ A regra do *business judgment* é uma ferramenta do Poder Judiciário para a revisão de decisões de negócio. Ela protege os administradores de responsabilidade, bem como as decisões tomadas por administradores desinteressados e independentes, com o dever de diligência, com a boa-fé e sem abuso de discricionariedade, desde que tal decisão não constitua fraude, ilegalidade, ato *ultra vires* ou desperdício. O princípio é de que há a presunção de que os administradores atuaram conforme os elementos da *business judgment rule*.

⁴⁵ De acordo com KAHNEMAN (2012, pág. 218), o viés retrospectivo (*hindsight bias*) apresenta efeitos perniciosos nas estimativas dos tomadores de decisão. Leva os observadores a avaliar a qualidade de uma decisão sem considerar se o processo foi sólido, mas se o desfecho foi bom ou ruim. Imagine uma intervenção cirúrgica de baixo risco em que um acidente imprevisto ocorreu e levou à morte do paciente. O júri ficará propenso a acreditar, após o fato, que a operação era de fato arriscada e que o médico que a recomendou deveria ter pensado duas vezes. Esse viés de resultado torna quase impossível avaliar uma decisão do modo apropriado – em termos de crenças que eram razoáveis quando a decisão foi tomada. A percepção tardia é particularmente cruel com tomadores de decisão que desempenham o papel de agentes para outros – médicos, consultores financeiros, treinadores de terceira-base no beisebol, CEOs, assistentes sociais, diplomatas, políticos. Somos propensos a

conduz à percepção de um evento já ocorrido como sendo mais previsível do que se intuiria antes de sua ocorrência. Nesse sentido, essa tendência poderia transfigurar os juízes em verdadeiros “engenheiros de obra feita”, levando-os a responsabilizar os administradores por condutas que se mostraram desastrosas, muito embora, à época da deliberação, parecessem razoáveis.

Em relação ao tema, CORRÊA-LIMA (1989, pág. 126) afirma:

*A business judgement rule é uma regra sintética, cristalizadora de princípios já suficientemente escandidos pelos juristas de civil law. Nós copiamos a regra. Mas é preciso ceder à tentação de importar, com ela, toda a confusão e incompreensão que a cercam nos Estados Unidos*⁴⁶.

PARGENDLER (2015, pág. 6) afirma que, em sua formulação mais influente, consagrada pela decisão da Suprema Corte de Delaware no caso *Aronson vs. Lewis*, a *business judgment rule* cria a presunção *juris tantum* de que “ao tomar uma decisão empresarial, os membros do *board of directors* de uma sociedade anônima agiram de maneira informada, de boa-fé e na crença sincera de que a sua ação atendia ao melhor interesse da companhia⁴⁷. Em suas palavras:

A fim de afastar esta presunção e viabilizar a ação de responsabilidade, incumbiria ao demandante demonstrar a violação aos deveres fiduciários de diligência (*duty of care*) e lealdade (*duty of loyalty*). Caso a presunção oriunda da *business judgment rule* não seja afastada, os administradores apenas poderão ser responsabilizados mediante prova de que a decisão em questão envolve manifesto desperdício dos recursos da sociedade (*waste of corporate assets*) e é desprovida de qualquer base racional – requisitos estes extremamente rigorosos e de difícil caracterização no caso concreto. Há consolidado posicionamento jurisprudencial no sentido de que a *business judgment rule* deve ceder diante da violação ao dever de lealdade. Sempre que o autor da ação demonstrar que a decisão foi tomada por administradores que têm interesse contraposto ao da sociedade, a deliberação fica sujeita ao rigoroso teste de *entire fairness* da operação – o qual transfere aos administradores o ônus de provar que o negócio atende aos melhores interesses da companhia, observando um “processo justo” e um “preço justo”, sob pena de responsabilização. Não se aplica, pois, a proteção da *business judgment rule* a decisões eivadas por conflito de interesse formal ou material.

culpar os tomadores de decisão por boas decisões que funcionaram mal e a lhes dar pouco crédito por medidas bem-sucedidas que parecem óbvias apenas após o ocorrido.

⁴⁶ Segundo PARGENDLER (2015, pág. 5), em 1967, Henry Manne proclamou, em diagnóstico ainda atual, que a *business judgment rule* representaria “um dos conceitos menos compreendidos de todo o campo societário”. Não poucas as razões para tanto: como conceito oriundo da jurisprudência societária estadual, ainda não codificado, seu conteúdo e aplicação têm oscilado ao longo do tempo e do espaço. Porém, apesar das nuances quanto ao conteúdo da norma e as controvérsias quanto à sua natureza jurídica, a *ratio* é clara: proteger a discricionariedade decisória de administradores bem intencionados, eximindo-os do dever de indenizar por eventuais prejuízos gerados à companhia. Entende-se, no contexto liberal norte-americano, que a principal fonte de disciplina contra a má administração das sociedades anônimas deve vir do próprio mercado.

⁴⁷ *In making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.*

No nosso ordenamento jurídico, a *business judgement rule* está prevista no art. 159, § 6º da Lei das S.A., que dispõe que, no caso de ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao patrimônio da companhia, o juiz pode reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

No que se refere à finalidade das atribuições e desvio de poder, a Lei nº 6.404/76, estabelece que:

Art. 154. 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.

Segundo EIZIRIK (2015b, pág. 127/128), trata-se do princípio da prevalência do interesse social. Esse princípio se justifica na medida em que o interesse social constitui o meio ou pressuposto para a realização dos fins da companhia. Dessa forma, caracteriza violação do dever previsto nesses dispositivos a prática de atos pelos administradores que, substancial ou formalmente, não visem a atingir o interesse social, o bem público ou a função social da empresa. É a aplicação da doutrina do *improper purpose*, pela qual é vedado aos administradores exercerem seus poderes para fins ilegais, contrários à ordem pública e desviando de suas verdadeiras destinações.

Já SILVA (2007, pág. 208) afirma que:

A regra do *business judgement* não protege decisões que constituam fraude, ilegalidade ou atos *ultra vires*. Portanto, a decisão ou julgamento do negócio em que haja uma conduta violadora de lei, fraudulenta ou *ultra vires* e que poderia até servir aos melhores interesses da companhia não será protegida pela regra.

Assim, para esse autor, tomando por base o entendimento de FLETCHER (1997, pág. 8/9)⁴⁸, a *business judgement rule* não pode proteger administradores de responsabilidade por esses atos, consistindo a ilegalidade, a fraude e o ato *ultra vires* quebra dos deveres fiduciários dos administradores.

⁴⁸ *The [business judgment] rule does not apply where the directors committed fraud, an ultra vires act, corporate waste, or an illegal act. Nor does the rule apply where a board violates its duty of disclosure, or where it interferes with a shareholder vote. Also, the rule will not apply when a director or officer is acting in a purely personal capacity. Where a board of directors does not have a majority of disinterested directors, the decision of especial litigation committee in connection with a possible derivative suit will not be judged by the business judgment rule. An "enhanced" business judgment rule is applied with respect to defensive actions taken by target management in response to a hostile takeover bid. (FLETCHER, 1997, pág. 8/9)*

3.2.4 Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas

SILVA (2007, pág. 129), citando EIZIRIK (1987, pág. 97), afirma que a responsabilidade dos administradores pode ser dividida em civil ou administrativa. Enquanto a civil tem ocorrido na esfera cível pelos tribunais, a responsabilidade na esfera administrativa está a cargo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no que se refere às companhias abertas, com aplicação de penalidades por infrações à legislação de sociedades por ações e de mercado de capitais.

3.2.4.1 Responsabilidade civil

A ideia de responsabilidade civil parte do princípio geral conhecido como *neminem laedere*, ou seja, a obrigação geral de não lesar o outro.

De acordo com SILVA (2007, pág. 124), o regime da responsabilidade está definido nos artigos 186, 187 e 927 do Código Civil⁴⁹, consistindo a obrigação de indenizar prevista mais ampla que a de ato ilícito, conforme dizeres de BEVILAQUA (1943, pág. 291):

Há casos, em que ela se impõe, não obstante ser lícito o ato, de que resulta o dano (...). A ideia de dano ressarcível é, portanto, mais lata do que a de ato ilícito. Todo ato ilícito é danoso e cria para o agente a obrigação de reparar o dano causado. Mas nem toda obrigação de ressarcir o dano provém do ato ilícito, de ato praticado sem direito.

Da análise desses dispositivos, pode-se inferir que, para que seja caracterizada a responsabilidade civil, faz-se necessária a convergência dos elementos conduta, dano e nexo causal, conforme jurisprudência dominante, conforme pode-se verificar do excerto abaixo:

INDENIZAÇÃO - ACIDENTE DE TRÂNSITO - CULPA DEMONSTRADA - RESPONSABILIDADE CIVIL CONFIGURADA - SENTENÇA MANTIDA. A ANÁLISE DO CONJUNTO PROBATÓRIO, ESPECIALMENTE DAS FOTOS E DOS DEPOIMENTOS COLHIDOS, AFASTA A ALEGAÇÃO DE CULPA DO AUTOR E CORROBORA A CULPA EXCLUSIVA DO PREPOSTO DA REQUERIDA. VERIFICA-SE A PRESENÇA DOS ELEMENTOS CARACTERIZADORES DA RESPONSABILIDADE CIVIL, QUAIS SEJAM, A CONDUTA CULPOSA, O DANO E O NEXO DE CAUSALIDADE ENTRE ELES, ENSEJANDO, PORTANTO, O DEVER DE REPARAR, FUNDADO NOS

⁴⁹ Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

(..)

Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

ARTIGOS 186 E 927 DO CÓDIGO CIVIL. (TJDF - Apelação Cível: APL, 1460889120078070001 DF 0146088-91.2007.807.0001, Relator(a): LÉCIO RESENDE, Julgamento: 12/05/2010, Órgão Julgador: 1ª Turma Cível, Publicação: 18/05/2010, DJ-e Pág. 78).

Basicamente, há duas teorias que tentam explicar o fundamento da responsabilidade civil: a Teoria Subjetiva da Culpa e a Teoria Objetiva.

A Teoria Subjetiva da Culpa parte do princípio de que a responsabilidade civil seria subjetiva, fundada no cometimento de ato ilícito, eivado de culpa *lato sensu*, que, segundo VENOSA (2005, pág. 76), abarca o dolo (espécie de vício de consentimento, que significa “artifício, artimanha, engodo, encenação, astúcia, desejo maligno tendente a viciar a vontade do destinatário, a desviá-la de sua correta direção”) e a culpa em sentido estrito (atos ou condutas eivadas de negligência e imprudência).

A jurisprudência corrobora com essa teoria doutrinária, conforme pode-se verificar abaixo:

CIVIL. RESPONSABILIDADE EXTRA CONTRATUAL. TEORIA SUBJETIVA. CULPA. NÃO COMPROVADA. PRORROGAÇÃO DE CONTRATO DE PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS. AUSÊNCIA DE PREJUÍZO. EM SE TRATANDO DE RESPONSABILIDADE CIVIL EXTRA CONTRATUAL, O LEGISLADOR PÁTRIO CONSAGROU A TEORIA SUBJETIVA, SÓ EMERGINDO O DEVER DE REPARAR SE RESTAR COMPROVADO, ALÉM DO FATO LESIVO E SEU NEXO DE CAUSALIDADE, QUE O AGENTE TENHA AGIDO COM CULPA. NÃO RESTANDO PROVADO QUE A PRORROGAÇÃO DO CONTRATO DE PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS DE INFORMÁTICA TENHA GERADO PREJUÍZOS À EMPRESA DELES TOMADORA, IMPÕE-SE INACOLHER O PEDIDO INDENIZATÓRIO. (TJDF - Agravo de Instrumento: Relator(a): Carmelita Brasil, Julgamento: 23/02/2011, Órgão Julgador: 2ª Turma Cível, Publicação: 02/03/2011, DJ-e Pág. 35).

Já a Teoria Objetiva (responsabilidade objetiva) fundamenta a responsabilidade no risco, na eficiência, na garantia, na qual se dá prioridade ao princípio do controle e prevenção.

É o que ensina RODRIGUES (2002, pág. 10), ao afirmar que na responsabilidade objetiva a atitude culposa ou dolosa do causador do dano é de menor relevância, pois o dever de indenizar existe desde que haja relação de causalidade entre o dano experimentado pela vítima e o ato do agente. Em suas palavras:

A teoria do risco⁵⁰ é a da responsabilidade objetiva. Segundo essa teoria, aquele que, através de sua atividade, cria risco de dano para terceiros deve ser obrigado a repará-lo, ainda que sua atividade e seu comportamento sejam isentos de culpa. Examina-se a situação, e, se for verificada, objetivamente, a relação de causa e efeito entre o

⁵⁰ Segundo FILHO (2002, pág. 166), no final do século XIX, os juristas na França conceberam a teoria do risco como sendo uma probabilidade de dano, isto é, aquele que exercesse uma atividade perigosa deveria assumir os riscos e reparar o dano dela decorrente. Assim, todo prejuízo deveria ser atribuído ao seu autor e reparado por quem causou, independente de ter ou não agido com culpa.

comportamento do agente e o dano experimentado pela vítima, esta tem direito de ser indenizada por aquele.

VENOSA (2013, pág. 261) diferencia as duas teorias:

Responsabilidade objetiva e responsabilidade subjetiva são duas outras divisões da matéria. Esta última é sempre lastreada na ideia central de culpa (*lato sensu*). A responsabilidade objetiva resulta tão só do fato danoso e do nexo causal, formando a teoria do risco. Por essa teoria, surge o dever de indenizar apenas pelo fato de o sujeito exercer um tipo determinado de atividade.

Na mesma linha, EIZIRIK (1987, pág. 102):

Na responsabilidade subjetiva quatro elementos essenciais devem estar presentes: (i) o dano; (ii) a conduta antijurídica; (iii) o nexo de causalidade entre o dano e a conduta antijurídica; (iv) o dolo e a culpa. Já na responsabilidade objetiva, também denominada responsabilidade pelo risco criado, não há necessidade de se perquirir sobre a existência do dolo ou culpa, prescindindo-se, portanto, do elemento subjetivo para a sua caracterização. Havendo dano causado por uma conduta antijurídica, presente o nexo de causalidade entre os dois elementos, o agente responde objetivamente, independentemente de ter agido dolosa ou culposamente, conforme a teoria da responsabilidade pelo dano criado.

Essa responsabilidade exprime a ideia de um dever, de um encargo, e esses dispositivos se fundamentam na culpa ou no risco como determinante da obrigação de reparar o dano.

Segundo SILVA (2007, pág. 124), o fundamento maior da responsabilidade está na culpa, causada, na maioria das vezes por condutas antijurídicas daquele que por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, viola direito alheio ou causa dano a outrem. O ônus da prova de que o causador do dano agiu com culpa sempre recaiu na vítima. Já no Código Civil de 2002, o dano passou, muitas vezes, a ser reparável sem ter por base a culpa.

Para DIAS (1995, pág. 120):

A culpa é falta de diligência na observância da norma de conduta, isto é, o desprezo, por parte do agente, do esforço necessário para observá-la, com resultado, não objetivado, mas previsível, desde que o agente detivesse na consideração das consequências eventuais da sua atitude.

VENOSA (2013, pág. 342), ao tratar do tema, discorre:

Quando o agente pratica o dano com culpa, isto é, quando seu ato é decorrente de imprudência, negligência ou imperícia, e decorre daí um dano, também estaremos no campo do ilícito civil. O ato ilícito vem descrito no art. 186, do Código Civil, mantendo a mesma ideia do Código anterior: “Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.” (...) Na culpa ou no dolo, a vontade está presente, ainda que de forma indireta, como no caso de culpa. Há situações em que, mesmo na ausência de vontade, mas perante o dano, ocorre o dever de indenizar. São os casos da chamada responsabilidade objetiva, criados por necessidade social, como nos acidentes de trabalho.

Em relação ao ônus da prova, STOCO (1999, pág. 77) leciona que:

Dentro da teoria clássica da culpa, a vítima tem de demonstrar a existência dos elementos fundamentais de sua pretensão, sobressaindo o comportamento culposo do demandado. Ao se encaminhar para a especialização da culpa presumida, ocorre uma inversão do *onus probandi*. Em certas circunstâncias, presume-se o comportamento culposo do causador do dano, cabendo-lhe demonstrar a ausência de culpa, para se eximir do dever de indenizar. Foi um modo de afirmar a responsabilidade civil, sem a necessidade de provar o lesado a conduta culposa do agente, mas sem repelir o pressuposto subjetivo da doutrina tradicional.

Assim, para esse autor, na culpa presumida, há um distanciamento da concepção subjetiva tradicional, no sentido de que o causador do dano é presumido ter agido com culpa, cabendo a ele a prova em contrário.

Um exemplo de inversão do ônus da prova é o previsto na lei das sociedades por ações⁵¹, conforme LAMY e BULHÕES (1992, pág. 597), que afirmam que essa lei inverte o ônus da prova se o ato do administrador viola a lei ou o estatuto, o que se justifica porque os administradores são profissionais e a estrita observância da lei e do estatuto é fundamental para a proteção de todos os interessados na companhia ou na sua atividade.

Portanto, podemos entender a responsabilidade civil como um conjunto de normas que submetem o causador do dano a um dever de reparar o prejuízo causado, dependente de culpa ou independente de culpa, conforme a circunstância.

3.2.4.2 Responsabilidade dos administradores

Como visto anteriormente, no nosso ordenamento jurídico, os administradores das sociedades anônimas são considerados órgãos, adotando-se, entre nós a teoria organicista, no sentido de que os administradores apresentam a sociedade.

Nesse sentido, PONTES DE MIRANDA (1984, pág. 385), que afirma que, enquanto órgão, o administrador “*apresenta*” a companhia, ou seja, é o órgão que pratica os atos que entram no mundo jurídico como atos da pessoa jurídica.

Concordando com Pontes de Miranda, EIZIRIK (2015b, pág. 171) afirma que:

Na qualidade de órgãos da companhia, os administradores tem as suas atribuições e poderes decorrentes da lei, não de um mandato. A sua responsabilidade deflui, assim, não de inadimplemento a contrato, mas de infração à lei ou ao estatuto, tratando-se, pois, de responsabilidade aquiliana, delitual ou *ex lege*. O dever de indenizar os danos que causam à companhia é consequência da infração a dispositivos legais ou estatutários.

⁵¹ Segundo SILVA (2007, pág. 125), a responsabilidade do administrador decorrente de violação de dispositivo legal ou do Estatuto é responsabilidade aquiliana ou extracontratual, devido à falha ou violação de dever fundado em princípio de direito, não se tratando de responsabilidade contratual.

EIZIRIK (2015b, pág. 173) afirma ainda que o administrador não é pessoalmente responsável⁵² por obrigações assumidas pela companhia em virtude de ato regular de gestão, caso em que apenas a companhia responde; como o administrador atua como órgão da sociedade, é ela quem pratica o ato e contrai a obrigação. Esse autor traz ainda a discussão acerca do significado de ato regular de gestão. Em suas palavras:

A expressão “ato regular de gestão” não foi definida na Lei das S.A., devendo, como tal, ser entendido aquele praticado nos limites das atribuições dos administradores e sem violação da lei ou do estatuto social. Assim, serão irregulares os atos em violação da lei ou do estatuto, como, por exemplo, se o administrador, visando à obtenção de vantagem, deixar de aproveitar oportunidade de negócio de interesse da companhia, infringindo o artigo 155, hipótese em que responderá pessoalmente pelos danos causados à companhia, por ter praticado ato irregular de gestão.

SILVA (2007, pág. 123) vai na mesma direção, ao afirmar que a responsabilidade do administrador é excluída nos atos regulares de gestão, respondendo a companhia por esses atos. Já nos atos praticados com culpa ou dolo, mesmo que de acordo com suas atribuições e poderes, ou naqueles praticados com violação ao Estatuto ou à lei, os administradores seriam responsabilizados pelos prejuízos deles decorrentes.

Afirma ainda esse autor que a gestão de negócios sociais pode ser exercida, em níveis distintos de poderes e atribuições, pelo Conselho de Administração e pela Diretoria. Nesse sentido traz as palavras de TAVARES GUERREIRO (1981, pág. 84), ao se referir ao Conselho de Administração e à Diretoria:

Seus membros devem deliberar em conjunto, não detendo, portanto, competência individual e não podendo representar a companhia. Já a Diretoria, órgão necessário em todas as companhias, não tem características de órgão colegiado. Com efeito, os diretores têm, individualmente, funções próprias, cabendo-lhes, conforme dispuser o estatuto, a representação da sociedade e o desempenho de tarefas executivas, cada um no âmbito de suas atribuições específicas.

Adotando esse raciocínio, EIZIRIK (1987, pág. 99-101) afirma que a responsabilidade do administrador deve ser analisada em razão da posição ocupada pelo administrador da companhia. Assim, detalha que:

a) Os diretores, por integrarem um órgão não coletivo de administração, manifestando individualmente sua vontade, de maneira plenamente eficaz, desde que dentro de suas atribuições legais e estatutárias, respondem também individualmente pelo uso inadequado de seus poderes e pelas infrações à lei ou ao Estatuto; b) os membros do Conselho de Administração, cuja vontade somente pode ser manifestada de forma coletiva, para que seja eficaz, têm uma responsabilidade colegiada; c) daí decorre que, salvo conluio ou negligência, nenhum diretor é responsável pelos atos de outro diretor,

⁵² 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 (art. 158 da Lei das S.A.)

ao passo que, nas decisões do Conselho de Administração, a responsabilidade será sempre de todos os membros, salvo se os discordantes, nos termos do art. 158, § 1º da Lei das S.A., fizerem consignar sua divergência; d) do caráter coletivo da responsabilidade dos membros do Conselho de Administração, bem como da natureza de suas funções, que não compreendem a representação e a gestão dos negócios da companhia, decorre a responsabilidade dos conselheiros pelos atos praticados por diretores e que não chegam a seu conhecimento, de tal sorte que não são eles responsáveis por tais atos, salvo se com eles forem coniventes, se negligenciaram em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixarem de agir para impedir sua prática; e) por outro lado, os membros do Conselho de Administração são responsáveis pela eleição de diretor cuja inidoneidade poderia ter sido apurada ao tempo de sua eleição, bem como pela manutenção no cargo de inidôneo ou incompetente; f) serão igualmente responsáveis os membros do Conselho de Administração por culpa in vigilando, caso não fiscalizem a gestão dos diretores, nos limites de suas atribuições de controle de legitimidade dos atos da diretoria; por outro lado, não lhes pode ser imputada a responsabilidade por atos dos diretores que não sejam do seu conhecimento, ou que apresentem difícil constatação.

Com relação à obrigação de fiscalizar do Conselho de Administração, importante frisar que EIZIRIK (2015b, pág. 181) afirma que deve pautar-se pelo *standard* do dever de diligência, que tem como um de seus postulados o de que os membros do conselho de administração têm o direito de confiar nos diretores, cabendo-lhes investigar seus atos apenas quando presentes as chamadas *red flags*, ou seja, sinais de que estão praticando atos ilegais ou contrários ao estatuto da companhia.

Para SILVA (2007, pág. 133), no que se refere às companhias abertas, o nexo causal entre o dano aos investidores e ao mercado e a conduta é ponto fundamental para a responsabilização do administrador.

Nesse sentido, para CORRÊA-LIMA (1989, pág. 92) a antijuridicidade da conduta não é requisito essencial da responsabilidade. Em suas palavras:

A antijuridicidade da conduta só será essencial na responsabilidade civil por ato ilícito. Não na responsabilidade civil objetiva, nas hipóteses previstas em lei [...]. A conduta antijurídica pode penetrar na esfera jurídica alheia sem causar dano: na sociedade anônima, por exemplo, o fato de terem os administradores conseguido grandes lucros em negócios arriscados, ou estranho ao objetivo social, não serve para caracterizar uma boa e prudente administração.

Segundo BULGARELLI (1991, pág. 164), no Brasil, a Lei nº 6.404/76 fundamenta a responsabilidade dos administradores na noção de culpa (*lato sensu*), explícita de maneira detalhada, minuciosa e analítica os deveres a eles impostos, e o rigorismo doutrinário e legislativo são mitigados pela “tendência sempre benévola dos nossos magistrados”.

Na verdade, segundo CORRÊA-LIMA (1989, pág. 101/102):

Infelizmente (ou felizmente?) a justiça brasileira tem sido pouco provocada em matéria de responsabilidade de administradores de sociedades comerciais em geral. Várias suposições têm sido formuladas para explicar esse fenômeno: carestia das custas processuais e dos honorários de advogados; morosidade da justiça; falta de treino dos magistrados para lidar com problemas financeiros complexos, o que

reduziria a expectativa de decisões justas; relutância em litigar, não inteiramente complexos, o que reduziria a expectativa de decisões justas; relutância em litigar, não inteiramente explicada por todos os fatores acima; desconfiança de que mesmo as decisões justas venham a ser executadas.

EIZIRIK (2015b, pág. 175) afirma que uma das hipóteses de responsabilidade prevista na Lei das S.A. exige a presença de dolo ou culpa (art. 158, I). Nesse sentido, tendo o administrador atuado dentro de suas atribuições, sua responsabilidade não é presumida, cabendo ao autor da ação provar o elemento subjetivo⁵³. Segundo esse autor:

Para a caracterização da culpa deve recorrer-se ao standard do dever de diligência. Com efeito, se o administrador atuou dentro de seus poderes ou atribuições, a sua responsabilidade pessoal decorrerá da comprovação de que sua conduta foi incompatível com a diligência que dele se espera, a partir de um juízo de culpabilidade. O comportamento doloso pode verificar-se quando o administrador, agindo dentro de suas atribuições, busca deliberadamente prejudicar a companhia, firmando, por exemplo, um contrato lesivo aos seus interesses. O ato praticado dentro das atribuições e poderes do administrador constitui aquele que não só está inserido no âmbito da sua competência legal e estatutária, como, também, do objeto social. Se o administrador causa, com seu comportamento, atuando nos limites legais e estatutários, assim como de acordo com o objeto social, porém, de forma não diligente, um dano à companhia, será obrigado a repará-lo, desde que provada a sua culpa. Se o administrador, embora praticando ato regular de gestão, agir com culpa ou dolo, a companhia responde solidariamente pelos danos, podendo depois propor ação regressiva contra ele.

No caso da ação da companhia contra os administradores, prevista no art. 159 da Lei das S.A., o objetivo, segundo EIZIRIK (2015b, pág. 183), é preservar o interesse social, sendo a companhia a beneficiária de seu resultado. Em relação a essa ação, leciona esse renomado autor:

Está legitimada a movê-la a própria companhia, por si, quando é chamada ação social *uti universi*, ou por intermédio de seus acionistas, quando é denominada ação social *uti singuli*. A companhia não é obrigada a mover a ação de responsabilidade contra seus administradores, ainda que haja indícios de que atuaram de forma ilegal. Trata-se de decisão soberana da assembleia geral, que deve pesar: (i) a gravidade do eventual ato ilícito; (ii) os danos efetivamente causados ao patrimônio social; (iii) os custos e benefícios da propositura da ação; e (iv) as reais possibilidades de êxito na demanda.

Na mesma linha, SILVA (2007, pág. 130), para quem, no caso de dano causado ao patrimônio da companhia, deve ser movida a ação de responsabilidade civil contra os administradores, nos termos estabelecidos na legislação societária, após deliberação da assembleia-geral. Em sua lição:

Essa ação é conhecida como ação social *uti universi*, movida diretamente pela companhia contra os administradores, que ficam impedidos e devem ser substituídos

⁵³ Segundo EIZIRIK (2015b, pág. 175), a alusão a “culpa ou dolo” corresponde à culpa civil (art. 186 do Código Civil). Já a expressão culpa deve ser entendida como violação de um dever jurídico, abrangendo não só as condutas negligentes, imperitas ou imprudentes (culpa *strictu sensu*) como, também, os atos dolosos, aqueles praticados com o intuito deliberado de violar um dever jurídico.

na mesma assembleia. Entretanto, qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de três meses da deliberação assemblear. A ação movida pelo acionista em benefício da companhia – ação social *uti singuli* ou ação social derivada – é a prevista nos §§3º e 4º do art. 159 da Lei de Sociedades por Ações. Prevendo a possibilidade de a assembleia-geral não decidir promover a ação, os acionistas que representem 5% do capital social poderão promovê-la em benefício da companhia.

Importante citar que o art. 134, § 3º, da Lei das S.A. dispõe que, caso haja aprovação sem reserva das demonstrações financeiras e das contas, os administradores ficarão exonerados de responsabilidade, salvo erro, dolo, fraude ou simulação.

Também há previsão, na referida lei, de que o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia. Nessa mesma linha, TAVARES GUERREIRO (1981, pág. 83), para quem o § 1º do art. 159 dispõe no sentido de que o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

3.2.4.3 Responsabilidade dos administradores perante a Comissão de Valores Mobiliários

No nosso ordenamento jurídico, à Comissão de Valores Mobiliários compete fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, além de fiscalizar e inspecionar as companhias abertas⁵⁴.

De acordo com PINHEIRO (2009, pág. 60):

A Comissão de Valores Mobiliários constitui órgão integrante do subsistema normativo do mercado de valores mobiliários. É uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda⁵⁵, criada pela Lei nº 6.385, tendo assumido plenamente as suas funções em 6-4-1978, com a responsabilidade de disciplinar, fiscalizar e promover a expansão, o desenvolvimento e o funcionamento eficiente do mercado de valores

⁵⁴ Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. (Lei nº 6.385/76)

⁵⁵ Atualmente, Ministério da Economia.

mobiliários, sob a orientação do Conselho Monetário Nacional⁵⁶. A Comissão de Valores Mobiliários tem por finalidade contribuir para a criação de estrutura jurídica favorável à capitalização das empresas por meio do mercado de capitais de risco, fortalecimento da empresa privada nacional e defesa do acionista e investidor.

Segundo SILVA (2007, pág. 136):

A CVM exerce suas funções com fim de assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; 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; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações de capital social das companhias abertas. Por fim, no que tange à responsabilidade dos administradores de companhia aberta, a CVM analisa a infração das matérias previstas na Lei de Sociedades por Ações e demais normas reguladoras do mercado de capitais.

Para EIZIRIK (1987, pág. 113/114), a CVM possui competência disciplinar para analisar a responsabilidade do administrador de companhia aberta na esfera administrativa, sendo os princípios da responsabilidade civil aplicados neste caso. Para ele, vigora o princípio da culpa própria ou culpa concreta, em oposição comunicável ou conjunta; conseqüentemente há elevação da individualização da responsabilidade do administrador à condição de premissa do direito disciplinar.

Nesse sentido, para SILVA (2007, pág. 138), na aplicação de penalidades, a CVM deve estar convencida da culpa do administrador. O inquérito administrativo da CVM deverá conter evidência de violação à lei ou ao Estatuto Social, sem prova em contrário do administrador. A análise da responsabilidade do administrador deverá ser pessoal observando-se a participação no ato em questão. Para esse autor, no caso de companhias abertas, no que tange aos processos administrativos de competência da CVM, o dano pode ser causado não somente a investidor específico, mas ao mercado mobiliário – nos casos com efeito disciplinar, em regra, os prejuízos a investidores e ao mercado são evidentes, bem como os lucros dos administradores.

EIZIRIK (1987, pág. 116/117) vai na mesma direção:

No curso de alguns inquéritos administrativos, tem sido argumentação que a caracterização da responsabilidade dos indiciados prescinde por inteiro da verificação dos prejuízos causados por sua atuação. Assim, busca-se, no âmbito daquela autarquia, firmar o entendimento de que não é necessário demonstrar a ocorrência de

⁵⁶ Segundo PINHEIRO (2009, pág. 59), é o órgão deliberativo máximo do sistema financeiro do país. Ele tem a finalidade de formular a política da moeda e do crédito, de acordo com a Lei nº 4.595, de 31-12-1964, objetivando o progresso econômico e social do país.

danos reais como pressuposto para a aplicação das penalidades, bastando a caracterização do ato ilícito.

SILVA (2007, pág. 140) ressalta, ainda, que a análise da atuação dos administradores para eventual responsabilização ocorrerá em última instância no Judiciário, que verificará a antijuridicidade da conduta do administrador.

Assim, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários, como órgão administrativo, permite que haja um desenvolvimento legalmente sustentável do mercado financeiro e de capitais, na medida em que protege os alicerces jurídicos desse mercado⁵⁷.

⁵⁷ *Law matters. All significant markets, including financial markets, must be built on some underlying legal infrastructure. (...) Without a deep understanding of the nature and importance of the legal rules that organize financial markets it is impossible either to understand the markets, or predict their behavior.* (STOUT, 2011, pág. 37).

4 CASO SADIA E ARACRUZ CELULOSE

4.1. OBJETO SOCIAL E ATOS *ULTRA VIRES SOCIETATIS*

4.1.1 Objeto Social

A Sadia S.A foi fundada em 1944, chegando a possuir mais de 150 mil pontos de venda no Brasil, oferecendo mais de 300 tipos de produtos (que variam desde derivados de carnes suínas até sobremesas).

Segundo SANTOS (2011, pág. 12), a Sadia, até 2008, era considerada a maior empresa do setor de alimentos no mercado nacional, e durante vários anos vinha realizando operações complexas de derivativos como especulação.

Em 2009, ocorreu a fusão entre a Sadia e a Perdigão, dando origem à BRF S.A.

No caso da Sadia S.A., o seu objeto estava previsto no art. 4º:

ARTIGO 4º A Sociedade tem por objeto: a) Exploração de atividades ligadas aos setores agrícola, industrial e comercial de produtos alimentícios em geral; b) Exploração de matadouros, curtumes, frigoríficos, fábricas de conservas, enlatadas ou não, de carnes, gorduras e laticínios, industrialização de óleos vegetais e, bem assim, a exploração de entrepostos frigoríficos com operação de depósito, conservação, armazenamento e classificação de carnes; c) Exploração de carnes em geral, produtos derivados e carnes selecionadas; d) Indústria e comércio de trigo, outros grãos e seus derivados; e) Exploração de granjas e criação de bovinos, suínos, ovinos, caprinos e aves; f) Exploração de serrarias; g) Transporte rodoviário de mercadorias próprias e de terceiros e locação de câmaras frigoríficas, silos e depósitos; h) Todas as atividades ligadas à agropecuária e agroindústria e à comercialização de grãos e outros produtos primários e/ou industrializados, no mercado interno e externo; i) Beneficiamento, industrialização e comercialização de substâncias e produtos em geral para alimentação humana e animal; j) Industrialização e comercialização de produtos químicos, sanitários e veterinários, para uso na agricultura, avicultura, bovinocultura, suinocultura e pecuária em geral; l) Atividades de florestamento e reflorestamento; m) Quaisquer outras atividades agrícolas, industriais e comerciais, correlatas aos fins da Sociedade; n) Planejamento e elaboração de projetos agropecuários e de engenharia, a cargo de profissionais devidamente habilitados junto aos órgãos competentes.

Na letra “m)” há um componente residual de natureza agrícola, industrial e comercial, desde que correlatas com a finalidade da sociedade. É um residual complementar, no sentido de cumprir o objeto social.

Podemos entender, assim, que a delimitação do objeto acima está de acordo com o que preceitua a lei das sociedades por ações, ao estabelecer que o estatuto social da companhia deve definir o objeto de modo preciso e completo.

Já a Aracruz Celulose, conforme VERVLOET E GARCIA (2009, pág. 8), era considerada a maior produtora de celulose de eucalipto do mundo, e quase 90% de suas receitas em 2007 eram provenientes de exportações.

Seu estatuto social, no art. 2º, assim dispõe:

Artigo 2º: A Sociedade tem por objeto o florestamento, o reflorestamento, a industrialização, a comercialização de produtos florestais, a exploração de fontes renováveis de energia e o exercício de atividades industriais, comerciais, agrícolas e pastoris em geral, podendo para esse fim:

I – participar, sob qualquer modalidade, de outras empresas, mediante deliberação do Conselho de Administração, por proposta da Diretoria.

II – exercer quaisquer atividades e realizar quaisquer serviços, direta e indiretamente relacionadas com suas atividades principais, inclusive importação e exportação.

Percebemos que aqui há uma definição precisa e completa do objeto e que não há nenhuma menção sobre operações financeiras fazerem parte do objeto como atividade-fim da empresa.

No item II, há a permissão para que a empresa atue com importação e exportação, o que até pode permitir o uso de instrumentos derivativos, mas como hedge contra variação cambial, e não como forma especulativa, desviando-se de seus objetivos institucionais e de sua função social.

4.1.2 Teoria dos Atos *Ultra Vires Societatis*

Segundo SILVA (2007, pág. 114), o administrador deve agir dentro dos limites do objeto social e dos poderes a ele conferidos pelo Estatuto Social. Esse é o dever de obediência, um dos deveres fiduciários dos administradores.

Já CORRÊA-LIMA (1989, pág. 60) define atos *ultra vires* ao lecionar que o dever de obediência ao estatuto significa que os administradores devem agir dentro dos limites definidores do objeto social, ou seja, *intra vires*. Quando extrapolam esses limites, eles agem *ultra vires*.

O Código Comercial de 1850 positivou a teoria dos atos *ultra vires* no nosso ordenamento jurídico. Assim estava disposto:

Art. 316. Nas sociedades em nome coletivo, a firma social assinada por qualquer dos sócios-gerentes, que no instrumento do contrato for autorizado para usar dela, obriga todos os sócios solidariamente para com terceiros e a estes para com a sociedade, ainda que mesmo que seja em negócio particular seu ou de terceiro; com exceção somente dos casos em que a firma social for empregada em transações estranhas aos negócios designados no contrato.

Não havendo no contrato designação do sócio ou sócios que tenham a faculdade de usar privativamente da firma social, nem algum excluído, presume-se que todos os sócios têm direito igual de fazer uso dela.

Contra o sócio que abusar da firma social, dá-se ação de perdas e danos, tanto da parte dos sócios como de terceiro; e se com o abuso concorrer também fraude e dolo, este poderá intentar contra ele a ação criminal que no caso couber.

Atualmente, em relação a essa teoria, vigora o art. 1.015, parágrafo único, inciso III do Código Civil:

Art. 1.015. No silêncio do contrato, os administradores podem praticar todos os atos pertinentes à gestão da sociedade; não constituindo objeto social, a oneração ou a venda de bens imóveis depende do que a maioria dos sócios decidir.

Parágrafo único. O excesso por parte dos administradores somente pode ser oposto a terceiros se ocorrer pelo menos uma das seguintes hipóteses:

I - se a limitação de poderes estiver inscrita ou averbada no registro próprio da sociedade;

II - provando-se que era conhecida do terceiro;

III - tratando-se de operação evidentemente estranha aos negócios da sociedade.

Porém, a Lei das S.A. não tratou expressamente sobre a teoria dos atos *ultra vires*, apesar de trazer previsão sobre o detalhamento do objeto social.

Conforme visto anteriormente, o art. 158 da referida lei afirma que o administrador será civilmente responsável quando proceder com violação da lei ou do estatuto. Já o art. 159 traz previsão de ação de responsabilidade civil da companhia contra o administrador pelos prejuízos causados ao seu patrimônio, sem exclusão da ação a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.

Nesse mesmo sentido, Enunciado da III Jornada de Direito Civil:

Está positivada a teoria *ultra vires* no Direito brasileiro, com as seguintes ressalvas: (a) o ato *ultra vires* não produz efeito apenas em relação à sociedade; (b) sem embargo, a sociedade poderá, por meio de seu órgão deliberativo, ratificá-lo; (c) o Código Civil amenizou o rigor da teoria *ultra vires*, admitindo os poderes implícitos dos administradores para realizar negócios acessórios ou conexos ao objeto social, os quais não constituem operações evidentemente estranhas aos negócios da sociedade; (d) não se aplica o art. 1.015 às sociedades por ações, em virtude da existência de regra especial de responsabilidade dos administradores (art. 158, II, Lei n. 6.404/76).

Da mesma forma, Enunciado da I Jornada de Direito Comercial, segundo o qual, a regra do art. 1.015, parágrafo único, do Código Civil deve ser aplicada à luz da teoria da aparência e do primado da boa-fé objetiva, de modo a prestigiar a segurança do tráfego negocial. As sociedades se obrigam perante terceiros de boa-fé.

Assim, segundo EIZIRIK (2015, pág. 46), o ato *ultra vires* é aquele que não vincularia a sociedade perante o terceiro que com ela tivesse celebrado o negócio jurídico, por intermédio de seu administrador, pensando tratar-se de prática regular. Em suas palavras:

O ato do diretor vincula a companhia se não afrontar o objeto social e se praticado dentro dos limites de seus poderes, estabelecidos na Lei das S.A., no estatuto ou em deliberação do conselho de administração. Ou seja, o diretor age na moldura do órgão, limitado por sua esfera de competência. Em princípio, admite-se a anulação de atos praticados pelos diretores em violação das normas legais, estatutárias ou deliberações do conselho, pois em tais hipóteses não estão agindo como se fossem a companhia.

Nesses termos, a sociedade estaria isenta de responsabilidade, e quem contratou com ela seria prejudicado, pois, muitas vezes, é de difícil percepção se um ato negocial está dentro ou não das atribuições do objeto social da companhia. Essa é a concepção de REQUIÃO (1998, pág. 203) e VALVERDE (1959, pág. 79), que entendem que deve ser aplicada a teoria dos atos *ultra vires*, no sentido de que atos estranhos ao objeto social praticados pelos administradores não devem atingir a sociedade.

Isso pode gerar uma insegurança jurídica para as partes envolvidas devido à dificuldade na ciência dos limites do administrador em relação ao objeto social.

Por conta disso, afirma EIZIRIK (2015, pág. 47/48) que houve uma flexibilização dessa regra, de modo que o terceiro de boa fé fique protegido quando não souber que o negócio jurídico celebrado com o administrador era estranho ao objeto social. Cita esse eminente autor que, nos sistemas que entendem que a capacidade de agir da sociedade é limitada ao objeto social, como no direito francês, passou-se a aceitar a noção de que os atos que o excedem continuam a ser de responsabilidade pessoal dos administradores, mas vinculam a sociedade diante de terceiros de boa fé. Já para as legislações que reconhecem a plena capacidade de agir das sociedades, dentro ou fora do objeto social, como ocorre na Alemanha, os atos estranhos ao objeto social praticados pelos administradores sempre vinculam a pessoa jurídica nas relações externas com terceiros, a menos que estes estejam agindo de má fé. Assim, entende-se que a companhia é responsável pelos atos *ultra vires* de seus administradores, eximindo-se se provar que o terceiro tinha conhecimento do estatuto ou, se, face à sua atividade profissional, deveria ter diligenciado em conhecê-lo.

Da mesma forma, para HAMILTON (2000, pág. 95 e 97), a aplicação da teoria dos atos *ultra vires* é extremamente difícil, podendo causar prejuízos ao tráfico jurídico e à própria sociedade. Por conta disso, ela vem sendo rejeitada em alguns países. Nos Estados Unidos, por exemplo, há uma adaptação dessa teoria, mitigando sua atuação⁵⁸.

O julgado a seguir, do STJ, contém uma relevante explicação sobre os atos *ultra vires societatis*:

⁵⁸ Segundo EIZIRIK (2015b, pág. 73), no direito norte americano, a teoria do ato *ultra vires* foi praticamente abolida, tanto no *Model Business Corporation Act* como nas legislações societárias estaduais, servindo apenas para estabelecer internamente a responsabilidade dos administradores, não para eximir a sociedade diante de terceiros de boa fé.

Direito empresarial. Responsabilidade civil. Sociedade anônima. Diretoria. Atos praticados com excesso de poder e fora do objeto social da companhia (atos *ultra vires*). Responsabilidade *interna corporis* do administrador. Retorno financeiro à companhia não demonstrado. Ônus que cabia ao diretor que exorbitou de seus poderes. Atos de má gestão. Responsabilidade subjetiva. Obrigação de meio. Dever de diligência. Comprovação de dolo e culpa. Indenização devida. Ressalvas do relator.

1. As limitações estatutárias ao exercício da diretoria, em princípio, são, de fato, matéria *interna corporis*, inoponíveis a terceiros de boa-fé que com a sociedade venham a contratar. E, em linha de princípio, tem-se reconhecido que a pessoa jurídica se obriga perante terceiros de boa-fé por atos praticados por seus administradores com excesso de poder. Precedentes.

2. Nesse passo, é consequência lógica da responsabilidade *externa corporis* da companhia para com terceiros contratantes a responsabilidade *interna corporis* do administrador perante a companhia, em relação às obrigações contraídas com excesso de poder ou desvio do objeto social.

3. Os atos praticados com excesso de poder ou desvio estatutário não guardam relação com a problemática da eficiência da gestão, mas sim com o alcance do poder de representação e, por consequência, com os limites e possibilidades de submissão da pessoa jurídica - externa e internamente. Com efeito, se no âmbito externo os vícios de representação podem não ser aptos a desobrigar a companhia para com terceiros - isso por apreço à boa-fé, aparência e tráfego empresarial -, no âmbito interno fazem romper o nexo de imputação do ato à sociedade empresarial. Internamente, a pessoa jurídica não se obriga por ele, exatamente porque manifestado por quem não detinha poderes para tanto. Não são imputáveis à sociedade exatamente porque o são ao administrador que exorbitou dos seus poderes.

4. Portanto, para além dos danos reflexos eventualmente experimentados pela companhia, também responde o diretor perante ela pelas próprias obrigações contraídas com excesso de poder ou fora do objeto social da sociedade.

5. Se a regra é que o administrador se obriga pessoalmente frente a companhia pelos valores despendidos com excesso de poder, quem excepciona essa regra é que deve suportar o ônus de provar o benefício, para que se possa cogitar de compensação entre a obrigação de indenizar e o suposto proveito econômico, se não for possível simplesmente desfazer o ato exorbitante. Vale dizer, com base no princípio da vedação ao enriquecimento sem causa, eventuais acréscimos patrimoniais à pessoa jurídica constituem fatos modificativos ou extintivos do direito do autor, os quais devem ser provados pelo réu (art. 333, inciso II, CPC).

(...)

11. Recurso especial parcialmente provido. (STJ - REsp nº 1.349.233 SP 2012/0113956-5, Relator: Ministro Luis Felipe Salomão, data de julgamento: 06/11/2014, T4 – Quarta Turma, data de publicação: DJE 05/02/2015)

Assim, percebe-se a opção do Superior Tribunal de Justiça pela proteção a terceiros de boa-fé, em detrimento de uma aplicação mais rígida da teoria dos atos *ultra vires societatis*. No mesmo sentido, EIZIRIK (2015b, pág. 74) que afirma que se verifica no direito societário brasileiro, que vem aceitando que as limitações ao poder de contratar dos administradores não são oponíveis a terceiros de boa fé que com ela contratam, obrigando, portanto, a sociedade, ressalvado seu direito de regresso contra os administradores faltosos. Então, com base na teoria da aparência⁵⁹, o direito estabelece a vinculação da sociedade por obrigações contraídas em seu nome mesmo que fora do seu objeto social e por pessoas que não tinham poderes para

⁵⁹ De acordo com TEIXEIRA (2012, pág. 423), a teoria da aparência ocorre quando alguém considerado por outro titular de direito, mas que na verdade não é, se passando por tal, negocia com um terceiro de boa-fé.

representá-la, com vistas à proteção do terceiro de boa fé, que não tinha razões para desacreditar que estava contratando regularmente com a pessoa jurídica.

Na mesma linha de raciocínio, TOMAZETTE (2015, pág. 238) defende que a boa fé milita contra a adoção dos atos *ultra vires*, afirmando que, apesar de essa teoria ter sido acolhida para as sociedades regidas pelo Código Civil, não é adotada para as sociedades anônimas, na quais continua a valer integralmente a teoria da aparência.

Alguns julgados fundamentam essa tendência, como o indicado abaixo, do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul:

Teoria da Aparência. “*Stoppeth His Mouth*, Válido reconhecimento judicial da teoria da aparência, no direito inglês conhecida como “*Stoppeth his mouth*”, quando alguém é induzido a praticar ou a ceder a um ato, de boa fé, frente a uma situação equivocada e supostamente real e válida, criada em seu desfavor. Estabelecimento bancário ao contratar financiamento com gerente de empresa mercantil detentor de mandato por instrumento público não pode supor a presença de poderes e direitos não concedidos e assim dar-se por ilaqueado em sua boa fé. (TJRS: Apelação Cível nº 35100, Terceira Câmara Cível: Ney da Gama Ahrends. Julgado em 27/03/1980)

No mesmo sentido, colacionamos decisão do Tribunal de Justiça de Minas Gerais:

SOCIEDADE ANÔNIMA. ART. 1015, & ÚN., DO CÓD. CIVIL. INAPLICABILIDADE. INTELIGÊNCIA DO ART. 158, II DA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS. SENTENÇA MANTIDA.

- Não há direito subjetivo da parte de inquirir o perito em audiência – pena de inegável prejuízo à duração razoável do processo. A necessidade de esclarecimentos deve configurar-se a partir da insuficiência das respostas fornecidas por escrito (art. 477, & 2º do CPC de 2015), conforme o exercício discursivo crítico da parte ao exame técnico realizado.

- No caso de Sociedade Anônima, a prática de ato estranho ao objeto social não enseja a ilicitude do ato em si, mas apenas a responsabilização do administrador. Inteligência do art. 158, II da Lei das S. A. (TJMG - Apelação Cível AC 10145130716056002 MG, Relator: José Marcos Vieira, data de julgamento: 07/08/2019, data de publicação: 14/08/2019.)

Assim, para as sociedades anônimas, percebe-se que os atos *ultra vires* são válidos perante terceiros, mas podem indicar responsabilização do administrador que o praticou.

Foi visto em tópico anterior que o objeto social da Sadia não engloba atividades no mercado financeiro e/ou no mercado de derivativos. Nesse sentido, é razoável esperar-se uma atividade (e por consequência resultado) mais intenso/expressivo na área operacional que na financeira.

Contudo, o estudo realizado por MALVESSI (2010, pág. 51/53), ao analisar as demonstrações financeiras da Sadia no período de 1996 a 2007, não corrobora com essa premissa:

Avaliados com base na análise financeira tradicional, podem ser considerados adequados os resultados, entretanto, quando se decompõem os lucros totais da Sadia,

identifica-se que as receitas financeiras contribuíram em média com 43% e os resultados das atividades operacionais, somente com 57%. Pode-se concluir que o direcionamento estratégico da Sadia foi alocar, de maneira mais significativa do que a média das empresas, seus recursos para aplicações financeiras. Este viés foi ainda mais expressivo no período de 1996 a 2000. (...) No período de 1996 a 2000, constata-se que as receitas financeiras da Sadia chegaram a representar 56% do total dos seus lucros, em comparação aos 34% nas médias das empresas. (...) Observa-se, no período de 1996 a 2007, que a estrutura de financiamento da Sadia possuía um nível de alavancagem financeira com características mais agressivas em relação ao mercado. Se compararmos que naquele período a Sadia tinha 64% do capital empregado investido nas atividades operacionais (Tabela 2) em contraste com a estrutura de capital de 72% (PL+FLP)⁶⁰, é possível concluir que a Sadia dispunha de recursos mais do que suficientes para bancar os investimentos necessários do capital operacional. Portanto, será que havia necessidade de manter e ainda assim buscar empréstimos de curto prazo no nível de 28% das obrigações totais e, ao mesmo tempo, (vide Tabela 6), aplicar no mercado financeiro, mantendo ativos financeiros no valor equivalente a 36% dos ativos totais? (Tabela 2). Diante dessas relações, percebe-se que alavancar financeiramente a empresa visando obter receitas financeiras a qualquer custo foi um objetivo desejado. Esse fato ficou demonstrado pela excessiva atenção dada aos resultados das operações financeiras (conforme a Tabela 3). (...) Contrastando-se o comportamento da Sadia com o da média das empresas, verifica-se a expressiva diferença nos índices de aplicação de recursos em ativos financeiros e sua preferência e opção estratégica pelas aplicações financeiras em detrimento do investimento em ativos operacionais. Essa diferença representa um índice 226% superior em ativos financeiros.⁶¹

Assim, considerando a análise dos dados constantes do estudo, e da própria conclusão do estudo, percebe-se uma atuação financeira consideravelmente acima da *praxis* das empresas em geral.

SILVEIRA (2012, pág. 3) corrobora com essas informações ao afirmar que “para se ter uma ideia dos montantes envolvidos, no fim do primeiro semestre de 2008, a Sadia havia optado por não reconhecer em seu balanço um ganho financeiro não realizado da ordem de R\$ 326 milhões, valor ligeiramente superior ao lucro operacional do mesmo período.”

Da mesma forma, ao se analisar o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/2008⁶², encontramos a defesa do ex-diretor financeiro da Sadia, que, no item 179, alegava que:

A Sadia já atuava fortemente nos mercados financeiros mesmo antes de constituir, em 1986, a Concórdia Corretora. Em 2004, a intensidade de suas incursões nos mercados financeiros já havia atingido tal dimensão que decidiu iniciar estudos para a criação de um banco e de uma administradora de recursos financeiros, o que veio a ser formalmente aprovado pelo Conselho de Administração em 2007. A relevância das operações financeiras da Sadia assumiu tal importância que em 2004, após a

⁶⁰ PL representa o patrimônio líquido, enquanto FLP significa “financiamento de longo prazo”.

⁶¹ Tabela 2 - Sadia: comportamento dos capitais operacionais e dos ativos financeiros. Tabela 3 – Sadia: comportamento do lucro operacional e das receitas financeiras. Tabela 6 – Sadia: comportamento da estrutura de financiamento.

⁶² PAS CVM nº 18/08, que trata sobre “a apuração de responsabilidades dos administradores da Sadia S.A. por eventuais irregularidades relacionadas a operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos e na divulgação de informações pela companhia”. O processo se baseou no possível “descumprimento do esperado dever de diligência por parte dos administradores de uma companhia aberta”.

companhia ter sofrido um prejuízo de cerca de R\$180 milhões, foi adotada uma estrutura organizacional totalmente diversa do usual e considerada por muitos uma aberração corporativa: a subordinação da Diretoria de Finanças à supervisão direta do Presidente do Conselho de Administração, a quem devia se reportar, e do Comitê de Finanças e Relação de Investidores.

Já no item 181 do mesmo processo, consta afirmação do ex-diretor financeiro de que “a importância da Sadia nos mercados financeiros é fato notório e está evidenciada em suas demonstrações financeiras: nos seis anos que antecederam a crise financeira, seus ganhos financeiros totalizaram cerca de R\$ 1,6 bilhão, representando 47% do resultado da Sadia no período.”.

Assim, apesar de não existir um padrão quantitativo que indique se uma empresa está atuando além do seu objeto social, os dados existentes e os estudos realizados mostram-se razoáveis ao indicar que a Sadia estava atuando fora dos seus objetivos institucionais, agindo contra seu próprio estatuto social.

Dessa forma, difícil imaginar que possa ser defensável que as operações financeiras realizadas possam ser consideradas como atos integrativos, e que não se tratou, no caso em tela, de uma atuação *ultra vires*, que deveria ensejar responsabilidade dos respectivos administradores. Ao contrário, os elementos existentes levavam no sentido de uma atuação que se afastava de seu objeto social.

Porém, a Comissão de Valores Mobiliários parece não ter dado relevância ao tema, que não teve o foco merecido no processo, que se limitou mais à questão da falta do dever de diligência.

Da mesma forma que a Sadia, o objeto social da Aracruz Celulose não engloba operações financeiras. Porém, como é uma empresa que tem, entre seus objetivos, a importação e exportação, aceita-se que utilize derivativos como forma de proteção de possíveis variações cambiais.

Seria razoável supor que, agindo dessa forma, estaria praticando atos *intra vires*, sem se afastar do objeto social previsto no seu estatuto. Porém, não é o que mostra o histórico dessa empresa.

A tabela abaixo reproduz um estudo realizado por KLANN, CUNHA e FILHO (2010, pág. 76), em que é mostrada a participação dos derivativos no ativo total de algumas companhias brasileiras.

Tabela 5 – Participação dos derivativos no ativo total das empresas (em mil reais)⁶³

Empresas	Total do Ativo em 2007	Total dos Derivativos	Percentual
Ambev	35.475.750	271.543	0,76%
Aracruz Celulose	9.936.792	58.658	0,59%
Bradesco	341.143.764	1.207.040	0,35%
Brasil Telecom	15.534.874	0	0%
CSN	27.045.454	0	0%
CPFL Energia	15.598.001	995	0,0063%
Gerdau	16.856.913	0	0%
Itaú Unibanco	294.876.251	4.120.212	1,39%
TAM	10.350.285	0	0%
Telesp	18.950.645	25.423	0,13%
Telemig	2.466.838	0	0%
TIM	14.563.986	17.661	0,12%
Vivo	18.099.526	10.495	0,057%
Votorantim	11.750.001	6.497	0,055%

Da tabela acima, percebe-se que o montante de derivativos em relação ao montante de ativos da Aracruz Celulose é um dos maiores, ultrapassando inclusive o Bradesco, que é uma empresa financeira, ficando abaixo apenas da Ambev (não-financeira) e Itaú (financeira).

Segundo LEMOS JÚNIOR e SÁ (2013, pág. 50), em 2007, o resultado financeiro da Aracruz foi de R\$ 30 mil positivos, enquanto em 2008 foi de R\$ 5,9 bilhões negativos, fruto da exposição em moeda estrangeira e resultado da especulação com derivativos (as despesas financeiras representaram mais de 160% da receita líquida).

Dessa forma, entende-se razoável supor que os atos dos administradores ao realizar as operações com derivativos seriam *ultra vires*.

4.2 FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA

Segundo NEGRÃO (2011, pág. 30), a teoria poliédrica, desenvolvida por Asquini, avalia o conceito de empresa por meio de quatro vertentes, a subjetiva, a objetiva, a funcional e a corporativa.

⁶³ Adaptada do artigo “Participação dos instrumentos financeiros derivativos no balanço patrimonial de companhias brasileiras (KLANN, CUNHA e FILHO, 2010, pág. 76).

Na mesma linha de raciocínio, para RAMOS (2014, pág. 10), o perfil funcional, para Alberto Asquini, é “a atividade empresarial dirigida a um determinado escopo produtivo”, ou seja, uma atividade econômica organizada.

Nesse sentido, percebe-se que o legislador pátrio adotou o critério funcional, que se refere à atividade própria de empresário. Assim, empresa não é um sujeito, e sim uma atividade.

Essa atividade, naturalmente, deve ter o lucro como pressuposto, uma vez que, sem o lucro, a tendência é o exaurimento da empresa. Uma empresa em constante prejuízo tende a ir à falência.

Porém, o lucro não deve ser o objetivo primeiro de uma empresa, e sim sua consequência, já que para chegar até ele um produto deve ser gerado, normalmente um produto que beneficia alguém ou alguns, de modo que o lucro é a recompensa pelo benefício gerado.

Assim, a atividade empresarial, a empresa em si, deve se submeter a alguns requisitos, que devem estar relacionados a sua função social.

Apesar de não ser um normativo específico para esse caso, pode-se citar o art. 5º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB), que estabelece que na aplicação da lei, o juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum. Dessa forma, pode-se entender que, no caso de conflitos envolvendo atividade empresarial, o juiz pode e deve vislumbrar se os fins sociais foram alcançados.

Nesse sentido de busca pelos fins sociais da empresa, COMPARATO (1995, pág. 3) leciona que:

A evolução jurídica contemporânea tende a romper o esquema clássico do público-privado. Entre as áreas próprias, quer do Estado, quer dos particulares, vai se afirmando a esfera do social, o campo dos interesses comuns do povo, dos bens ou valores coletivos, insuscetíveis de apropriação excludente. Ai, nem o Estado nem os particulares podem pleitear prioridades, hegemonias ou poderes adquiridos. Todos são compelidos a exibir, como título de legitimação à sua iniciativa empreendedora, tão-só a aptidão a satisfazer as necessidades e os interesses comuns do povo.

De forma mais específica, para FRAZÃO (2006, pág. 105), a função social da propriedade gera ao proprietário deveres positivos voltados aos interesses da coletividade, e a positivação da função social da empresa constitui importante ferramenta, com destaque para a relevante função que o Direito tem de conformar a racionalidade econômica com o escopo de atender, também, aos interesses sociais, sobretudo a partir de mecanismos regulatórios, a determinar comportamentos obrigatórios, e que não se confunde com o estímulo a condutas voluntárias no espectro da responsabilidade social.

Já para COMPARATO (2015, pág. 135), quando se fala em função social da empresa faz-se referência à atividade empresarial em si, que decorre do uso dos chamados bens de produção pelos empresários.

Como o art. 5º, XXIII da Constituição Federal estabelece, no capítulo referente a direitos e deveres individuais e coletivos, que a propriedade atenderá a sua função social, o exercício da empresa, entendida como atividade econômica organizada, também possui a obrigação de cumprir uma função social específica.

Não é por que existe a livre iniciativa, fundamento da ordem econômica, a liberdade de empreender, que o titular desse direito pode exercê-lo ignorando os interesses da sociedade em que está inserido.

Segundo COELHO (2012, pág. 37), a função social da empresa é atendida quando houver criação de empregos, pagamento de tributos, geração de riqueza, contribuição para o desenvolvimento econômico, social e cultural do entorno, adoção de práticas sustentáveis e respeito aos direitos dos consumidores.

Ainda segundo RAMOS (2014, pág. 23), a empresa não deve, segundo os defensores do princípio da função social da empresa, atender apenas os interesses individuais do empresário ou dos sócios da empresa, mas também interesses difusos e coletivos de todos aqueles que sofrem reflexos pelo exercício da empresa, como consumidores, trabalhadores, concorrentes, etc..

Para COMPARATO (1995, pág. 17), a propriedade ganha outro contorno quando encarada a partir da empresa, sobretudo quando esta é criada com a organização do trabalho alheio, momento em que já não se mostra possível confundir o direito sobre o capital com o poder de organização e comando das forças produtivas, a destacar as diferenças entre empresários e capitalistas.

Nesse sentido, a função social da propriedade pode ser enxergada próxima à função social da empresa.

Apesar de o Código Civil de 2002 não fazer referência expressa à função social da empresa, a Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), em seu art. 116, parágrafo único, e art. 154, caput, traz positivado o princípio da função social da empresa, mesmo que de forma indireta:

Art. 116 (...)

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e

para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

(...)

Art. 154. 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.

A Lei nº 11.101/05 (Lei de Falências), em seu art. 47, também fez referência à função social da empresa:

Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

Assim, entende-se que a empresa deve agir além da busca pelo simples lucro, tendo uma função social intrínseca a cumprir, que pode assumir uma gama enorme de opções em benefício da sociedade.

É o que entende SALOMÃO FILHO (2019, pág. 117), ao falar que a ideia de função social da empresa também deriva da previsão constitucional sobre a função social da propriedade (art. 170, inciso III da CF). Em suas palavras:

Estendida à empresa, a ideia de função social da empresa é talvez uma das noções de mais relevante influência prática e legislativa no direito brasileiro. É o princípio norteador da “regulamentação externa” dos interesses envolvidos pela grande empresa. Sua influência pode ser sentida em campos tão díspares como o direito antitruste, direito do consumidor e direito ambiental. Em todos eles é da convicção da influência da grande empresa sobre o meio em que atua que deriva o reconhecimento da necessidade de impor obrigações positivas à empresa. Exatamente na imposição de deveres positivos está o seu traço característico, a distingui-la da aplicação do princípio geral *neminem laedere*. Aí está a concepção social intervencionista, de influência reequilibradora de relações sociais desiguais.

Por fim, nos dizeres de COMPARATO (1976, pág. 419), o poder econômico é uma função social, de serviço à coletividade.

Assim, a empresa, como atividade, além da lucratividade que lhe é inerente, atinge o cumprimento de sua função social ao gerar externalidades positivas⁶⁴ em uma sociedade, ao gerar empregos em uma determinada região, ao gerar valor para a população, ao melhorar o bem-estar da coletividade. São resultados e consequências que não podem ser ignoradas sob o pretexto de que a empresa deve auferir lucro a qualquer custo.

Nesse sentido, especular no mercado financeiro não gera externalidades positivas, uma vez que não gera valor para a população, não cria empregos, não melhora o bem-estar da coletividade, podendo gerar, apenas, lucro para a empresa. Além disso, o uso especulativo de

⁶⁴ Impactos positivos.

instrumentos financeiros pode colocar em risco a própria existência da empresa, já que pode causar prejuízos de grande magnitude, o que, no final, geraria externalidades negativas, podendo extinguir empregos, causar prejuízos à economia local, e, até mesmo, conduzir ao colapso da empresa.

4.3. OPERAÇÕES ESPECULATIVAS UTILIZADAS

Um *forward*, também conhecido como contrato a termo, de acordo com HULL (2015, pág. 6), é um contrato de compra ou venda de um ativo em determinada data futura, por um preço especificado.

A teoria das opções nos mostra que podemos construir um *forward* sintético a partir de uma operação conjugada de CALL e PUT. Nesse sentido, uma compra de *forward* seria equivalente a uma operação estruturada correspondente a uma compra de CALL conjugada com uma venda de PUT, enquanto uma venda de *forward* seria uma operação inversa, ou seja, combinação de venda de CALL com compra de PUT. Essa é uma importante relação da teoria de opções, já vista anteriormente nesse trabalho, chamada paridade entre CALLs e PUTs (*Put-Call Parity*)⁶⁵, que mostra que há uma equivalência entre opções e termos, sendo possível, portanto, sintetizar um termo por meio de opções.

O TARF (*Target Range Forward*) é uma derivação do *forward*, resultado da combinação de duas operações com opções de compra e venda, também em posições contrárias, sendo que a diferença para o *forward* tradicional está na proporção em que CALLs e PUTs são combinadas.

Segundo SANTOS (2011, pág. 7):

Essa transação determinava entre as partes envolvidas uma taxa de câmbio pela qual as empresas venderiam seus dólares a cada mês (*Strike*). Caso o valor do dólar chegasse a ficar abaixo do *Strike* combinado, a empresa poderia vender uma quantidade de dólares para uma instituição financeira por esse valor. Porém, caso o câmbio se depreciasse, a empresa teria que vender à instituição financeira uma quantidade representando duas vezes a taxa combinada (*Strike*). Portanto, considerando o cenário negativo de desvalorização cambial, a empresa deveria vender uma quantidade duas vezes maior do que comprara em um cenário favorável, produzindo assim as grandes perdas.

O TARF que foi utilizado por algumas empresas de forma especulativa era mais vantajoso ao banco que às empresas, tendo em vista que, em geral, a perda financeira potencial

⁶⁵ $C - P = S - VP(K)$, onde C e P: prêmio da CALL e da PUT respectivamente; VP(): valor presente; S: valor *spot*; K: preço de exercício

das empresas seria multiplicada por 2 (dois) em caso de alta do dólar. Em outras palavras, além de não estarem buscando o *hedge* de suas atividades comerciais – pelo contrário, assumiam posições vendidas em moeda estrangeira via TARF – assumiam riscos ainda maiores em caso de um movimento de alta do dólar, uma vez que seus prejuízos cresciam ao dobro da velocidade do que seus eventuais ganhos financeiros com essa operação, com nítido benefício da instituição financeira que estruturou e vendeu a operação às empresas. Essas operações são conhecidas no mercado como “2x1”, exatamente pelo fato de permitirem um prejuízo duas vezes maior que os ganhos, além de não existir limites definidos para as perdas.

A expressão matemática para o cálculo do resultado financeiro associado a esse instrumento pode ser dada por:

$$R(n) = \begin{cases} A \times (k - n), n < k \\ -2 \times A \times (n - k), n > k \end{cases}$$

R : resultado da operação. Caso R seja positivo, o banco tem que pagar à empresa esse valor. Se R for negativo, a empresa paga ao banco esse resultado.

K : valor de referência do dólar

n : valor real do dólar na data estipulada no contrato

A : montante negociado, normalmente em milhões de dólares

A fim de ilustrar a mecânica de uma operação de venda de TARF pela empresa ao banco, consideremos um contrato de valor nocional de 1 (um) milhão de dólares. Nesse caso, a tabela abaixo lista alguns resultados possíveis para essa operação.

Tabela 3 – Resultado financeiro no vencimento

Valor de referência (k)	Compra de Put	Venda de Call	Venda de TARF
1,55	300.000,00	0	300.000,00
1,65	200.000,00	0	300.000,00
1,75	100.000,00	0	100.000,00
1,85	0	0	0
1,95	0	-200.000,00	-200.000,00
2,05	0	-400.000,00	-400.000,00
2,15	0	-600.000,00	-600.000,00
2,25	0	-800.000,00	-800.000,00
2,35	0	-1.000.000,00	-1.000.000,00

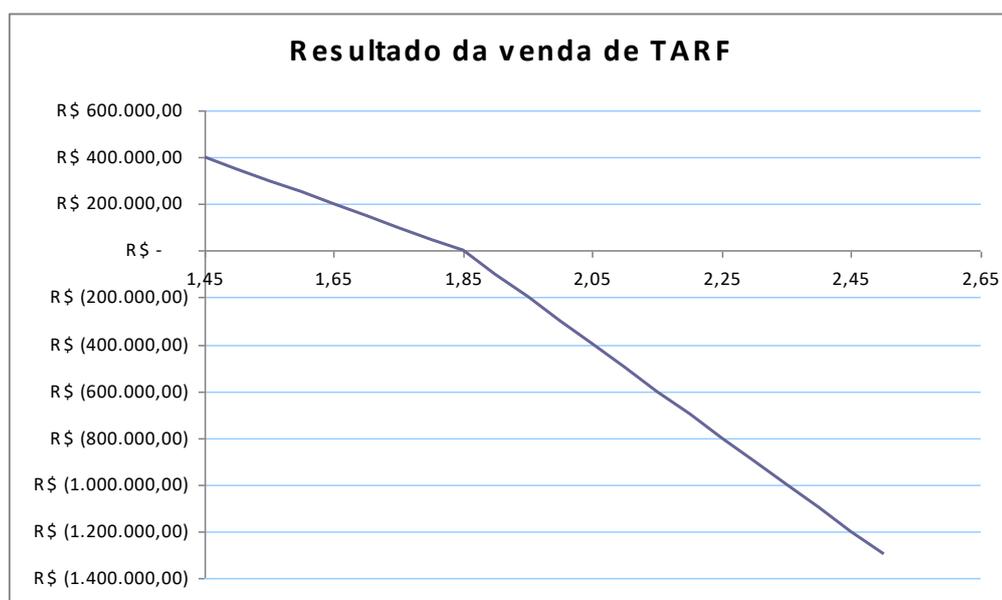
Percebe-se que a empresa só ganha quando o dólar se mantém abaixo do valor de referência, nesse caso, de R\$ 1,85. Caso o dólar fique acima desse valor, o banco deverá ser reembolsado pela empresa.

Nessas operações, inicialmente as empresas buscavam um empréstimo junto aos bancos, e acabavam convencidas a montar uma operação de venda de TARF, tendo em vista o contexto de queda do dólar por que passava o período, e convencidas pelos próprios bancos de que o cenário futuro do dólar não seria outro senão o de queda.

Numa situação hipotética, o dólar a R\$ 1,50, fazia-se contratos com preço de referência a R\$ 1,85, sobre um montante de US\$ 1.000.000,00. Nesse caso, com o dólar abaixo de R\$ 1,85, a empresa lucra, e só terá prejuízo caso o dólar fique acima desse valor. Como, devido ao pico da crise financeira, o dólar disparou, chegando a R\$ 2,50 em menos de um mês, esse aumento de mais de 60% provocou grandes prejuízos em empresas que estavam posicionadas nessas operações.

O gráfico abaixo ilustra uma operação de venda de TARF de valor nominal de 1 milhão de dólares, do ponto de vista da empresa não-financeira, com multiplicador de fator 2 (dois), ou seja, quando houver perda para empresa, esse prejuízo é multiplicado por 2 (dois), e deverá ser pago ao banco credor.

Gráfico 6 – Resultado da venda do TARF



Percebe-se que, pelo gráfico, uma operação de venda de TARF pode ser, de forma resumida, tratada como uma conjunção entre uma operação de compra de opção de venda (PUT), conforme o gráfico 3, e uma operação de venda de opção de compra (CALL), conforme

gráfico 4. Na verdade, essa operação corresponde, de forma simplificada, a uma compra de X opções de venda e uma venda de 2X opções de compra. Nesse sentido, o gráfico 6 acima corresponderia a essa operação estruturada representativa do TARF.

No gráfico 6, a primeira parte, antes da inflexão, representa a área de ganho da empresa que realizou a operação TARF. Abaixo do ponto de mudança do gráfico a empresa lucra proporcionalmente com o maior distanciamento, para baixo, do dólar em relação ao preço de referência. Os valores acima desse ponto representam os valores que a empresa tem que pagar ao banco com quem fez essa operação.

Percebe-se que a inclinação da primeira parte do gráfico é menor do que a da segunda, indicando que o ganho proporcional da empresa é menor do que o ganho proporcional do banco. Por exemplo, supondo que o ponto de referência seja o dólar a R\$ 1,85, caso ele venha a R\$ 1,65, a empresa tem um ganho de X, para uma diferença para baixo de R\$ 0,20. Agora, caso o dólar fique em R\$ 2,05, a empresa tem um prejuízo de 2X, para essa mesma diferença de R\$ 0,20, só que para cima.

Comparando essas hipóteses para a operação constante da tabela 1, tem-se que, com o dólar a R\$ 1,65, a empresa tem um ganho de R\$ 200.000,00, pago pelo banco. Com o dólar a R\$ 2,05, a empresa tem um prejuízo de R\$ 400.000,00, pago ao banco. Percebe-se, assim, a desproporcionalidade da razão ganho/prejuízo entre a empresa e o banco em uma operação de venda de TARF pela empresa.

Quando esse fato veio ao conhecimento público, o efeito primeiro foi a queda acentuada das ações das empresas que fizeram essas operações. Além disso, outras consequências tiveram seu lugar, como a demissão de alguns diretores financeiros, aumento do grau de risco da empresa, ações judiciais provenientes de investidores que se sentiram lesados, etc.

A ocorrência desses acontecimentos gerou grande repercussão no mercado, principalmente quanto à questão do controle interno, dever de diligência e da governança corporativa existente (ou não) nessas empresas.

4.4. CRISE FINANCEIRA DE 2008

PINHEIRO (2009, pág. 148) traz os antecedentes da crise, discorrendo sobre os fatos mais relevantes de 1968 a 2000. Ele cita a transformação da *Federal National Mortgage*

Association (Fannie Mae)⁶⁶ em uma entidade privada e a criação da *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac)⁶⁷.

Posteriormente, uma norma elimina a necessidade de discriminação em empréstimos, incentivando instituições financeiras a atender às necessidades de consumidores de todos os segmentos.

Em 1986, a *Tax Reform Act* (TRA) elimina a proibição de devedores pagarem seus empréstimos pessoais com juros das hipotecas.

Em 1997, investidores compram mais de US\$ 60 bilhões em derivativos de hipotecas *subprime* (quase seis vezes o valor adquirido em 1991). Logo em seguida, no ano de 1998, inicia-se uma bolha no mercado imobiliário com a valorização real dos imóveis acima de 10% ao ano.

Em 2000, Fannie Mae facilita o crédito a inadimplentes e compra cerca de US\$ 600 milhões em hipotecas *subprime*, enquanto Freddie Mac compra US\$ 18,6 bilhões. No mesmo ano, o *Commodity Futures Modernization Act* define *Credit Default Swaps* como ativos a serem negociados pelos *hedge funds*, bancos de investimento e companhias de seguros com mínimo de regulamentação, contribuindo para a futura crise do Bear Sterns & Co, Lehman Brothers e AIG.

4.4.1 Securitização

Para que possamos entender um pouco o que aconteceu na crise financeira de 2007, necessário se faz o conhecimento sobre securitização, que consiste numa forma de transferência de risco.

HULL (2015, pág. 197/198), traz um histórico sobre a securitização nos Estados Unidos, informando que, tradicionalmente, os bancos financiam seus empréstimos por meio de depósitos, mas, na década de 1960, essa sistemática revelou-se insuficiente para atender as necessidades, o que levou ao desenvolvimento do MBS (mercado de títulos lastreados por hipoteca), ou seja, criaram-se carteiras de hipotecas e os fluxos de caixa gerados por essa carteira (pagamentos de juros e do principal) passaram a ser vendidos como títulos para investidores.

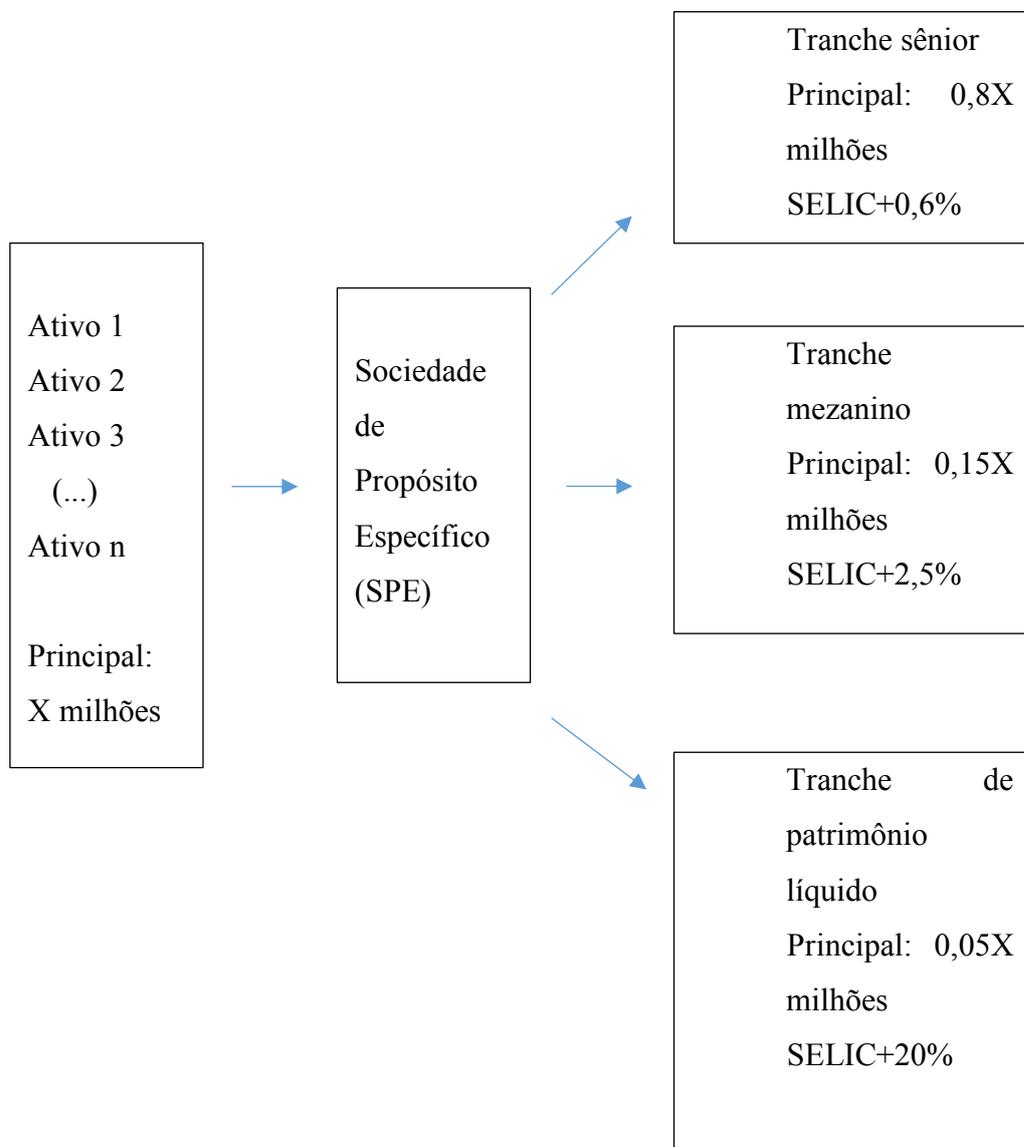
⁶⁶ É transformada de uma agência federal em uma entidade privada com o propósito de criar liquidez no mercado imobiliário e garantir empréstimos a possíveis compradores.

⁶⁷ É criada como uma entidade patrocinada pelo governo norte-americano, cujo principal objetivo era comprar papéis de hipoteca no mercado secundário, combinar seus recursos e transformá-los em seguros derivados das hipotecas para investidores.

Esse processo de empacotamento dos fluxos de caixa é chamado securitização. Nesse sentido, os bancos originavam as hipotecas, mas não as contabilizavam. Essa sistemática permitiu uma alavancagem dos bancos, por meio de aumento dos empréstimos numa proporção maior do que o ingresso dos depósitos.

A Government National Mortgage Association (GNMA), conhecida como Ginnie Mae, era a garantidora do crédito, ou seja, protegia os investidores em MBS contra eventuais inadimplências dos mutuários.

De forma similar, temos os títulos garantidos por ativos (ABS⁶⁸). O processo a seguir ilustra a sistemática de um ABS⁶⁹:



Fonte: John C. Hull. Opções, Futuros e outros Derivativos (adaptado). Pág. 251

⁶⁸ Da sigla em inglês *Asset-Back Securities*

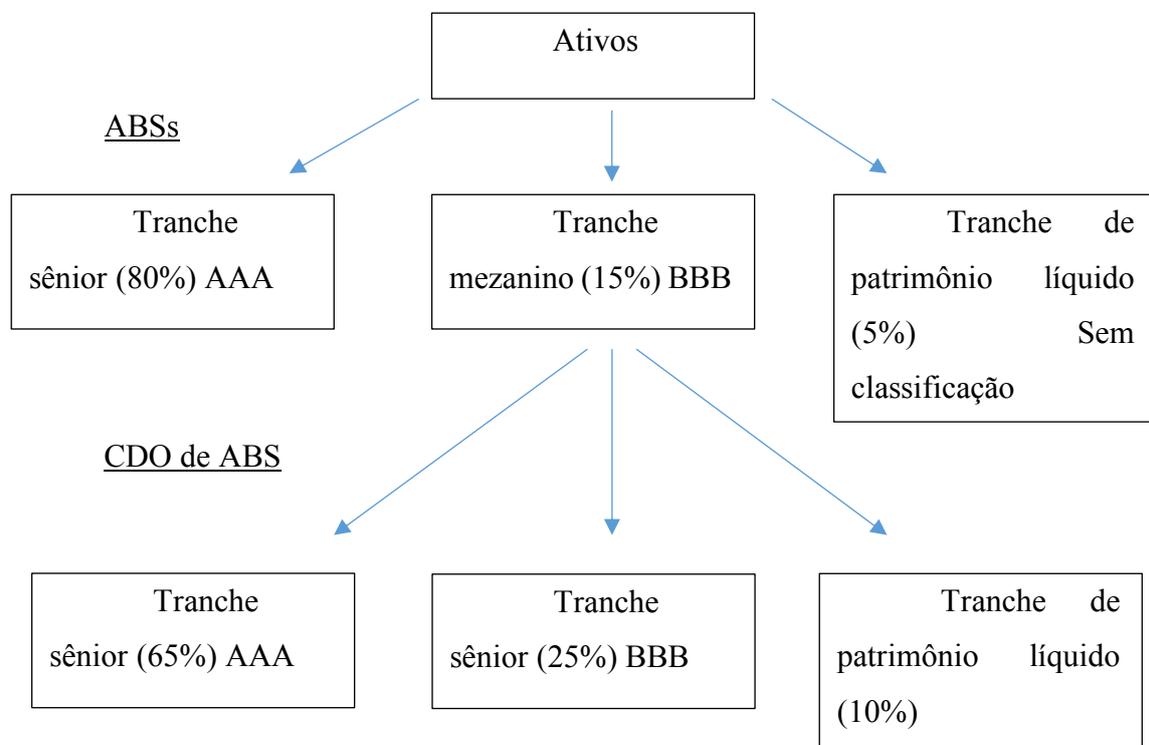
⁶⁹ Os valores são apenas exemplificativos

Dessa forma, o tranche sênior oferece um possível retorno da SELIC mais 0,6%, enquanto o tranche patrimônio líquido oferece um possível retorno da SELIC mais 20%. Porém, os riscos são totalmente distintos. Depois que os títulos são vendidos, na hora do recebimento, o primeiro a ser pago é o tranche sênior, até todo o montante principal ter sido atingido. Depois, passa-se ao pagamento do tranche mezanino. Só depois é que se paga o tranche patrimônio líquido, ou seja, apesar de ter uma maior rendimento possível, tem também a maior probabilidade de não ser pago, confirmando a máxima maior risco/maior retorno.

Nesse sentido, a tranche sênior receberia uma classificação do tipo AAA, a tranche mezanino uma menor, tipo BBB, e a tranche de patrimônio líquido não teria classificação alguma.

Nessa configuração, HULL (2015, pág. 200) afirma que não havia dificuldade em ter quem comprasse as tranches AAA, e as tranches de patrimônio líquido podiam ficar com o originador dos ativos ou vendidas para fundos de *hedge*. A dificuldade seria em relação às tranches mezanino. A solução encontrada foi criar ABSs de ABSs, ou seja, a partir de uma estrutura de tranche mezanino replicar a estrutura de um ABS, o que passou a ser chamado de CDO⁷⁰ de ABS.

Abaixo, a representação da estrutura de um CDO de ABS.



⁷⁰ Da sigla em inglês de *Collateralized Debt Obligation*

Na estrutura exemplificativa acima, a tranche sênior é representativo de 65% do principal das tranches mezanino do ABS e recebe uma classificação própria AAA. Nesse contexto, temos um aumento dos títulos AAA, já que o total ficaria 80% dos ABSs mais 65% dos 15% dos tranches mezanino (que originalmente eram BBB), o que dá 89,75%, ou seja, quase 90% AAA. Assim, por conta dessa regra matemática, quanto maior o nível de securitização, maior acaba sendo esse percentual.

HULL (2015, pág. 201) traz uma tabela com a estimativa das possíveis perdas das tranches AAA do CDO de ABS retratado acima.

Tabela 4 – Perdas estimadas das tranches AAA do CDO de ABS ilustrado acima

Perdas sobre ativos subjacentes	Perdas da tranche mezanino do ABS	Perdas da tranche de patrimônio líquido do CDO de ABS	Perdas da tranche mezanino do CDO de ABS	Perdas da tranche sênior do CDO de ABS
10%	33,3%	100,0%	93,3%	0,0%
13%	53,3%	100,0%	100,0%	28,2%
17%	80,0%	100,0%	100,0%	69,2%
20%	100,0%	100,0%	100,0%	100%

Fonte: John C. Hull. Opções, Futuros e outros Derivativos. Pág. 201

Da tabela acima, percebe-se, por exemplo, que uma perda de 20% sobre o ativo subjacente acarretaria uma perda de 100% do título representado pelo tranche mezanino ABS (que é classificado como BBB), o que induziria uma perda de 100% do título representado pelo tranche sênior do CDO de ABS, que é classificado como AAA.

4.4.2 Motivos que levaram à crise

Segundo HULL (2015, pág. 202), o período de 2000 a 2006 foi caracterizado por um aumento dos empréstimos conhecidos como *subprime*, que eram aqueles significativamente mais arriscados do que a média. Nesse sentido, o relaxamento das normas de empréstimos e o crescimento da hipotecas *subprime* fizeram com que muitos, que antes eram considerados numa categoria de risco de crédito excessivo, tivessem acesso à casa própria.

Porém, essas hipotecas *subprimes* passaram a ser securitizadas e depois vendidas a investidores, espalhando o risco pelo mercado. Os compradores desses títulos securitizados

possuíam informações equivocadas sobre a relação entre o valor do empréstimo e o valor do ativo que o garantia.

Como o governo americano estava em uma trajetória de estímulo à compra de imóveis pela população, algumas regras não eram fiscalizadas de forma rígida, o que levava ao fornecimento de empréstimos imobiliários cada vez mais a quem não tinha condições de pagá-lo⁷¹.

PINHEIRO (2009, pág. 149) compartilha a mesma percepção. Para ele, no período de 2001 a 2006, houve a expansão do setor imobiliário em detrimento da redução na taxa de juros, o que continuou aumentando a bolha imobiliária. A taxa de juros americana chegou a seu menor patamar desde 1950, atingindo 1% ao ano, e o mercado imobiliário chega ao seu ápice. Em seguida (2004), o Federal Reserve começa a aumentar a taxa de juros, que vai a 5,35%. Há uma grande expansão da linha de crédito *subprime*, elevando as taxas de retorno da negociação de títulos imobiliários, o que levou grandes gestores de fundos e bancos nos Estados Unidos e Europa a adquirir títulos das companhias imobiliárias, gerando uma longa cadeia especulativa de venda desses papéis.

Em seguida, os preços dos imóveis americanos começaram a cair, a inadimplência aumenta (devido ao aumento da taxa de juros), afastando consumidores e gerando um desaquecimento do mercado imobiliário. Isso tudo gera um clima de desconfiança nos principais bancos da Europa que adotaram medidas de prevenção.

Em 2007, muitos começaram a ter problemas para pagar as hipotecas, o que levou a tomada de suas casas pelos bancos. Uma situação específica que contribuiu para agravar a crise imobiliária é retratada por HULL (2015, pág. 204):

Uma das características do mercado imobiliário americano é que, em muitos estados, as hipotecas são empréstimos sem recurso. Isso significa que quando há inadimplência, o credor pode se apropriar da casa, mas outros ativos do mutuário não podem ser atingidos. Por consequência, o mutuário tem uma opção de venda americana gratuita. Sempre que quiser, ele pode vender a casa de volta ao credor pelo valor do principal devido sobre a hipoteca. Essa característica encorajou a especulação e foi uma das causas da bolha. Os participantes do mercado perceberam tarde demais o quanto essa opção de venda era cara e desestabilizante. Se o mutuário tinha patrimônio líquido negativo, a melhor decisão a seu dispor era trocar a casa pelo principal devido sobre a hipoteca. A casa era então vendida pelo credor, o que ajudava a reduzir ainda mais os preços de imóveis.

⁷¹ Esses empréstimos ficaram conhecidos como NINJA, sigla em inglês para *No Income, no Job, no Assets* (sem renda, sem emprego, sem ativos).

Na sequência, as perdas hipotecárias aumentavam devido ao aumento das execuções. Em 2008 e 2009, foram informadas perdas de até 75% do principal da hipoteca para os empréstimos referentes a imóveis em execução em alguns casos (HULL, 2015, pág. 205).

Até o final de 2007, indicadores⁷² apontavam que as tranches com classificação BBB tinham perdido em torno de 80% de seu valor (a perda foi de 97% até o meio de 2009). Já as tranches classificadas como AAA também tinham perdido 80% até o final de 2007, e chegaram a quase zero em meados de 2009, segundo índice TABX⁷³.

PINHEIRO (2009, pág. 151) cita alguns eventos que ocorreram em setembro de 2008, conhecido como o setembro negro dos bancos:

- *Fannie Mae* e *Freddie Mac* são confiscados pelo governo norte-americano com a iminência de falência;
- O *Federal Reserve* anuncia um pacote de socorro de US\$ 85 bilhões para tentar evitar a falência da seguradora *American International Group* (AIG), a maior do país. Em retorno, o governo assumirá o controle de quase 80% das ações da empresa e o gerenciamento dos negócios;
- *Lehman Brothers* fecha acordo para vender partes de suas operações de *brokers* e *dealers* para o britânico Barclays;
- Imprensa noticia que o *Washington Mutual* (WaMu), financiador de hipotecas e maior instituição de poupança dos Estados Unidos, se colocou em leilão como forma de ampliar os esforços para se salvar, em meio aos graves problemas financeiros que atravessa;
- As bolsas mundiais continuam caindo e o crédito se esgota no sistema financeiro;
- O *Federal Reserve* anuncia ter aceitado a proposta que transforma os bancos *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley* em holdings, que perdem sua condição de banco de investimento e, além de poderem atender como banco comercial a correntistas, terão acesso à janela de crédito federal;
- As bolsas mundiais disparam depois do anúncio do plano de resgate americano.

HULL (2015, pág. 206) resume os fatores que contribuíram para a crise imobiliária que iniciou em 2007:

- Os originadores de hipotecas usaram regras poucos restritas em seus empréstimos;

⁷² Índice ABX – índice do mercado de hipotecas *subprime* dos Estados Unidos, que replica o desempenho de uma carteira de 20 títulos lastreados em hipotecas residenciais lastreados por hipotecas *subprime*.

⁷³ Índice TABX – registra o desempenho das tranches de CDO de ABS criados a partir de tranches BBB

- Foram desenvolvidos produtos que permitiam que os originadores transferissem com lucro o risco de crédito para os investidores;
- As agências de notas de crédito se afastaram de seu ramo tradicional (classificação de títulos), no qual tinham bastante experiência, e passaram a avaliar produtos estruturados, que eram relativamente novos e para os quais havia relativamente poucos dados históricos;
- Os produtos adquiridos pelos investidores eram complexos e, em muitos casos, as agências de notas de crédito e os investidores tinham informações incorretas ou incompletas sobre a qualidade dos ativos subjacentes;
- Quem investia nos produtos estruturados criados a partir desses ativos achava que havia encontrado uma máquina de fazer dinheiro e escolhia confiar nas agências de notas de crédito em vez de formar suas próprias opiniões sobre os riscos subjacentes;
- O retorno oferecido pelos produtos com classificação AAA era alto em comparação com os retornos sobre títulos com classificação AAA.

A crise acabou tendo um efeito generalizado, atingindo vários países, incluindo o Brasil, fazendo com o que houvesse queda significativa das bolsas de valores mundiais. Aqui, houve uma explosão do preço do dólar frente ao real.

O gráfico a seguir mostra a evolução do índice Bovespa⁷⁴ desde 1994:

Gráfico 7 – Evolução do índice Bovespa de 1994 até 2020



Fonte: Site da B3

⁷⁴ Site B3: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/indices/EvolucaoMensal.aspx?Indice=IBOV&idioma=pt-br>

Pela leitura dele, percebe-se uma queda brusca, em 2008, decorrente dos efeitos da crise imobiliária iniciado no ano anterior nos Estados Unidos. Em 2008, o índice Bovespa fechou com uma queda de cerca de 41,22% em relação ao fechamento de 2007.

Já o dólar, no fechamento de 2007, estava cotado a R\$ 1,76630 a preços de compra, enquanto, no final de 2008, essa cotação era de R\$ 2,33620⁷⁵, um aumento de 32,26%.

A crise causou uma série de problemas financeiros, principalmente para quem estava posicionado em derivativos contra o dólar.

Por conta da crise, os derivativos de balcão, que normalmente não eram regulamentados, passaram a ser compensados por contrapartes centrais (CCPs)⁷⁶. Assim, os bancos, quando negociam derivativos padronizados, são obrigados a postar uma margem inicial e uma margem de variação como o CCP, além de contribuírem para um fundo de inadimplência (HULL, 2015, pág. 208).

Em abril de 2009, segundo PINHEIRO (2009, pág. 153), para salvar a economia mundial, o G20 acorda em injetar 1,1 bilhão de dólares no Fundo Monetário Internacional (FMI) e em outras instituições internacionais e em reforçar a regulamentação dos mercados financeiros.

4.5 IMPACTO DO USO ESPECULATIVO DE INSTRUMENTOS DERIVATIVOS

O uso especulativo de qualquer instrumento financeiro pode render bons frutos por um longo período. No caso de instrumentos derivativos, isso também é verdade, porém, basta que ocorra algum evento extraordinário, que se afaste da curva padrão, que tudo que foi ganho pode ser perdido, e ainda muito mais.

Quando uma operação especulativa está dando bons resultados, a tendência é acreditarmos em nossa habilidade e que temos tudo sob controle. Porém, pode não ser essa a realidade, pode ser simplesmente sorte, bom momento da economia, ou qualquer variável aleatória.

Assim, podemos perceber a importância de se ter um conhecimento profundo sobre finanças e, sobretudo, em relação aos instrumentos complexos que se pretende utilizar, além de uma grande carga de experiência.

A exposição em derivativos de ambas as empresas em 2008 era conforme a tabela a seguir:

⁷⁵ Fonte: Banco Central do Brasil

⁷⁶ Contraparte Central Garantidora

Tabela 6 – Exposição em derivativos da Sadia e da Aracruz Celulose em 30/09/2008

<u>Contratos futuros de dólar</u>	Sadia (US\$ mil)	Aracruz (US\$ mil)
Venda de opções de compra (CALL) US\$	-1.531.667	0
Compra de opções de compra (CALL) US\$	1.021.667	0
Non Deliverable Forward (NDF) – posição vendida	-317.500	-222.866
Non Deliverable Forward (NDF) – posição comprada	2.508.333	0
Target Forward – posição vendida	-2.286.666	-350.218
Target Forward – posição comprada	473.333	0
Operação casada pré-pagamento de exportação	0	-382.860
Compra Dólar Futuro – BM&F	0	1.029.893
Contratos de SWAP de juros		
TJLP x US\$	0	-331.594
CDI x US\$	0	-99.237
Posição líquida	-132.500	-356.882

Fonte: Notas explicativas das Informações Trimestrais do terceiro semestre de 2008 e BARRETO (2011)

Os valores negativos representam posição vendida, ou seja, exposta a mais riscos. Os contratos *Target Forward*, como já visto, foram os que geraram os maiores prejuízos, pois, quando a tendência muda de lado, os valores podem subir muito rapidamente, deixando o titular da posição vendida com um enorme passivo.

Resultados indesejados podem ser verificados na análise do impacto do uso de instrumentos derivativos pela Sadia S.A e pela Aracruz Celulose S.A no período que antecede a crise imobiliária e no período decorrente dos efeitos dessa crise.

A tabela a seguir mostra alguns índices financeiros/empresarias para ambas as empresas em 2007 e em 2008.

Tabela 7 – Comparação dos índices contábeis da Sadia e da Aracruz Celulose em 2007 e 2008

Variáveis	Sadia 2007	Sadia 2008	Aracruz 2007	Aracruz 2008
Patrimônio Líquido ⁷⁷	3,2 bilhões	411 milhões	5,4 bilhões	962 milhões
EBITDA ⁷⁸	1 bilhão	1,1 bilhão	1,6 bilhão	1,2 bilhão
Lucro	768 milhões	-2,5 bilhões	743 mil	-4,4 bilhões
Índice de Alavancagem ⁷⁹	1,7	32,11	0,85	11,32
Índice de Liquidez ⁸⁰	2,2	0,91	2,6	1,85
ROE ⁸¹	24,13%	-608,2%	14%	-457,3%
Cotação da ação	10,12 ⁸²	3,75 ⁸³	12,91 ⁸⁴	2,49 ⁸⁵
Resultado financeiro	4,5 mil	-2,47 bilhões	30 mil	-5,9 bilhões

Fonte: Demonstrações financeiras das companhias e LEMOS JÚNIOR e SÁ (2013)

Da tabela acima, percebe-se o quanto o resultado financeiro, provavelmente grande parte proveniente das perdas com derivativos impactaram nos outros indicadores.

O EBITDA não teve variação significativa na Sadia e a queda na Aracruz, segundo LEMOS JÚNIOR e SÁ (2013, pág. 50), foi decorrente do aumento dos custos, mas significa que as empresas continuam operacionalmente eficientes em seus ramos de atuação.

Por sua vez, o patrimônio líquido chegou a cair 87% na Sadia e 82% na Aracruz Celulose.

O lucro, alvo principal das empresas mercantis, ficou negativo em ambas as empresas. A Sadia teve um prejuízo em torno de 2,5 bilhões (face um lucro de 768 milhões no ano anterior). Já a Aracruz Celulose teve um prejuízo de 4,4 bilhões, contrastando com um lucro de 743 mil no ano anterior.

O índice de alavancagem subiu mais de 18 vezes na Sadia e mais de 13 vezes na Aracruz Celulose.

Ambas as empresa ficaram menos líquidas. O índice de liquidez da Sadia caiu mais de 58%, enquanto o da Aracruz Celulose caiu mais de 28%.

⁷⁷ Representa o ativo menos o passivo de uma companhia.

⁷⁸ Sigla em inglês para Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

⁷⁹ Representa o Passivo Circulante somado ao Passivo não Circulante, ambos divididos pelo patrimônio líquido.

⁸⁰ Representa o Ativo Circulante menos o Passivo Circulante.

⁸¹ *Return On Equity*, que mostra o retorno sobre o patrimônio líquido.

⁸² Cotação de SDIA4 em 31/12/2007.

⁸³ Cotação de SDIA4 em 30/12/2008.

⁸⁴ Cotação de ARCZ6 em 31/12/2007.

⁸⁵ Cotação de ARCZ6 em 30/12/2008.

Segundo LEMOS JÚNIOR e SÁ (2013, pág. 53), a Sadia e a Aracruz, que possuíam ações negociadas no mercado financeiro, perderam credibilidade, influenciando a cotação de suas ações. As ações da Sadia (SDIA4), conforme tabela acima, perderam cerca de 63% de seu valor, enquanto as ações da Aracruz Celulose (ARCZ6) perderam algo próximo a 81%.

A queda na cotação das ações, embora, regra geral, por si só, não alterem o valor patrimonial das empresas⁸⁶, reduzem o valor de mercado, possibilitando que as empresas recebam ofertas agressivas de aquisição.

Coincidentemente ou não, as duas empresas, logo após esse episódio, deixaram de existir como empresas independentes. A Sadia se fundiu com a Perdigão, então sua concorrente, criando a BRF S.A.. Já quanto à Aracruz Celulose, o grupo Votorantim a incorporou, gerando a Fibria.

Vale a pena citar LEMOS JÚNIOR e SÁ (2013, pág. 54) sobre esse desfecho:

Um dos pontos que mais chama a atenção não é a deterioração da situação econômica e financeira das empresas, mais sim quão rápido isso aconteceu. No ano anterior ao ano que ocorreu as perdas todas as empresas tinham uma situação estável, com números sólidos, capacidade de gerar caixa, e acima de tudo eficiência operacional. Mesmo com os prejuízos causados pelos derivativos as empresas não perderam sua capacidade operacional, prova disto é o EBITDA que se manteve num patamar aceitável em meio à turbulência econômico/financeira causada pelos prejuízos. Mesmo com tal eficiência operacional, a situação das empresas Sadia e Aracruz ficou insustentável, principalmente pela perda da capacidade de financiar sua operação. Como consequência, a primeira se fundiu à Perdigão, a segunda foi incorporada pelo grupo Votorantim criando assim a empresa Fibria(...) Por fim ressalta-se que as empresas devem ter como foco sua atividade operacional, e não a financeira, e recomenda-se a utilização dos instrumentos financeiros derivativos como forma de proteção.

Assim, é fato notório que houve impacto significativo em ambas as empresas devido aos prejuízos gerados com as operações com derivativos, impacto esse que atingiu a própria existência delas.

4.6 RESPONSABILIZAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DA SADIA S.A. E DA ARACRUZ CELULOSE S.A.

4.6.1 No âmbito do Poder Judiciário

⁸⁶ Nesse caso específico, houve queda de valor patrimonial, mas pelo fato de a queda da cotação ter sido uma consequência e não a causa.

Como visto anteriormente, segundo SILVA (2007, pág. 130), a sociedade tem a possibilidade, após deliberação da assembleia-geral, de impetrar ação de responsabilidade civil contra os administradores caso seus atos tenham causado danos ao patrimônio da companhia⁸⁷.

Nesse sentido, em 06 de abril de 2009⁸⁸, a Sadia realizou uma Assembleia-Geral Extraordinária, onde foi deliberado, por unanimidade, propor ação de responsabilidade, com base no art. 159 da Lei nº 6.404/76, contra o ex-diretor de finanças e desenvolvimento corporativo, pelos prejuízos causados à companhia em razão da celebração de operações com derivativos.

Ação foi impetrada perante o Tribunal de Justiça de São Paulo, que, em sede de agravo de instrumento, extinguiu a ação por ausência de pressuposto obrigatório para regular desenvolvimento, conforme decisão abaixo:

Ação de responsabilidade de diretor financeiro que teria dado causa a prejuízos para a companhia em razão de operações (derivativos) de riscos não autorizados – Inadmissibilidade de se cogitar de competência da Justiça do Trabalho, de obrigatoriedade de criar litisconsórcio passivo, esticando a relação processual contra a vontade da autora. Todavia e porque uma segunda assembleia (ordinária) se realizou e aprovou as contas da administração, sem ressalvas, implica exoneração da responsabilidade de todos os administradores e diretores – Interpretação dos arts. 159 e 134, § 3º, da Lei 6404/76 - Provimento para extinguir a ação por ausência de pressuposto obrigatório para regular desenvolvimento (art. 267, IV, do CPC). (TJSP - AGRAVO DE INSTRUMENTO Nº 990.09.362587-3 SP, Relator: Enio Zuliani, data de julgamento: 26/08/2010, 2ª Turma Criminal, data de publicação: 20/09/2010.)

De fato, em 27 de abril de 2009⁸⁹, poucos dias depois da assembleia-geral que decidiu pela ação de responsabilidade civil, foi realizada uma Assembleia-Geral Ordinária, na qual “foram aprovadas, por unanimidade e sem reservas, nos termos do artigo 133, parágrafo terceiro, da Lei 6.404/76, as contas da Administração e as demonstrações financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31/12/2008, com abstenção dos legalmente impedidos.”.

Ocorre que o art. 134, § 3º da Lei nº 6.404/76 dispõe que a aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação.

Assim, a segunda assembleia, ao aprovar as contas dos administradores, impossibilitou o prosseguimento da ação de responsabilidade civil que foi impetrada.

Posteriormente, a decisão do Tribunal de Justiça de São Paulo foi confirmada pelo Superior Tribunal de Justiça.

⁸⁷ Lei 6.404/76, Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

⁸⁸ Ata da Assembleia-Geral Extraordinária de 06/04/2009, item 7.

⁸⁹ Ata da Assembleia-Geral Ordinária de 27/04/2009, item 7.

Nos Estados Unidos, a Sadia foi alvo de processos judiciais, tanto por meio de ação coletiva quanto por meio de ação individual⁹⁰.

Já em relação à Aracruz Celulose, no Brasil, o Ministério Público Federal instaurou inquérito civil público com vistas a apurar dano moral coletivo relativo às operações com derivativos da Aracruz Celulose. O processo finalizou com uma atuação conjunta entre o MPF e a CVM, que será detalhada no próximo item.

Nos Estados Unidos, segundo notícia do “Estado de São Paulo”, o escritório de advocacia Saxena White P.A. entrou com um processo contra a empresa na corte da Flórida, pedindo indenização por danos causados pelas operações com derivativos, que teriam violado as leis do mercado de capitais norte-americano⁹¹.

4.6.2 No âmbito da Comissão de Valores Mobiliários

No caso administrativo, a CVM instituiu o Processo Administrativo Sancionador nº 18/2008, instaurado para a apuração de responsabilidades dos administradores da Sadia S.A. por eventuais irregularidades relacionadas a operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos e na divulgação de informações pela companhia.

No processo, consta o histórico do que aconteceu, com informações sobre as operações financeiras realizadas, descrição a política financeira da companhia⁹², controle de risco, a competência dos membros envolvidos e suas respectivas atuações.

Com base nessa informações, a acusação chega à seguinte conclusão:

Em decorrência das apurações realizadas, a acusação conclui que os prejuízos sofridos pela Sadia, relacionados às operações financeiras em análise, tiveram por causa: (i) a inobservância dos limites para contratação de operações de *hedge*; (ii) a não adoção de medidas de *stop loss*; (iii) a não realização de testes de stress; (iv) o não funcionamento de Comitês estabelecidos na Política Financeira; (v) o desconhecimento e postura alheia aos aspectos mais relevantes da Política Financeira, por parte dos membros do CA.

⁹⁰ Na época, foi amplamente noticiado que a Sadia estava sendo processada pelo escritório Howard G. Smith (ação civil pública) e por Donald N. Alston.

⁹¹ A notícia cita que, em comunicado da própria Aracruz, a “*class action*”, que é uma espécie de ação civil pública, teria sido proposta em nome de acionistas da companhia que adquiriram *American Depositary Receipts* (ADRs) e/ou ações da empresa no período de 7 de abril e 2 de outubro de 2008. Segundo FORTUNA (2008, pág. 616), ADRs são papéis emitidos e negociados no mercado americano, com lastro em ações de outros países. Todos os direitos adquiridos pelos acionistas do país de origem, como dividendos, direitos de subscrição e desdobramentos também são oferecidos pelo ADR.

⁹² A Política Financeira da Sadia, com informações constantes do próprio PAS CVM nº 18/08, estabelecia que, em relação a(o):

- I – Exposição a moedas: Deve ser respeitada a exposição cambial máxima de 03 meses de exportação;
- II – Controle: VaR para 21 dias úteis e com 95% de intervalo de confiança e de *stress test*;
- III – Limite: Até 20% do patrimônio da Sadia.

No item 92 do PAS CVM nº 18/2008, consta que a acusação aponta uma sucessão de falhas na administração que acabou por permitir a adoção, por parte da diretoria financeira, de práticas contrárias à política financeira da Sadia, o que só ocorreu pela total falta de monitoramento e supervisão.

Assim, na avaliação da responsabilidade dos envolvidos, a acusação aponta⁹³:

I – a atuação do diretor financeiro, que tomou a iniciativa para a execução das operações “2x1”, cabendo a ele precipuamente, o acompanhamento da aplicação da política financeira – acompanhamento esse que se mostrou falho;

II – a falta de diligência dos membros do Conselho de Administração, que desconheciam a própria estrutura da Sadia, o que se denota das declarações colhidas, as quais não abordaram “os aspectos mais relevantes da política financeira por eles mesmos estabelecida”, o que mostra o desconhecimento dos conselheiros das regras da política financeira da Sadia;

III – a falta de monitoramento do Comitê Financeiro, que, conforme a política financeira, deveria averiguar mensalmente os aspectos das operações financeiras; na verdade, as reuniões desse comitê, no ano de 2008, foram interrompidas por cerca de quatro meses, entre o fim de abril e o começo de setembro, período longo se comparado com o prazo de duração dos mandatos dos conselheiros, que era de um ano;

IV – a falta de monitoramento do Comitê de Auditoria, que, de acordo com o Estatuto Social, deveria averiguar os sistemas de gerenciamento de riscos do ambiente de controles internos, bem como analisar os procedimentos e processos financeiros internos.

Por fim, a acusação discrimina as responsabilidades de cada acusado⁹⁴:

I – O diretor financeiro da Sadia, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao desrespeitar o determinado pela Política Financeira da Sadia, descumprindo, assim, o art. 153 da Lei nº 6.404/76⁹⁵;

II – Os membros do Comitê Financeiro da Sadia, por não empregarem a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao não acompanhar a execução da Política Financeira da Sadia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira, descumprindo, assim, o art. 153 combinado com o art. 160 da Lei nº 6.404/76;

⁹³ PAS CVM nº 18/08, item 93.

⁹⁴ Segundo EIZIRIK (1987, pág. 99 a 101), a responsabilidade do administrador deve ser analisada em razão da posição ocupada pelo administrador da companhia. Apesar de a discriminação das responsabilidades estar itemizada por grupo de administradores/órgãos técnicos, no PAS CVM nº 18/08 a responsabilidade foi descrita de forma individualizada, nomeando um a um os acusados.

⁹⁵ Lei nº 6.404/76, art. 153. 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.

III – Os membros do Comitê de Auditoria da Sadia, por não empregarem a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao não acompanhar a execução da Política Financeira da Sadia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira, descumprindo, assim, o art. 153 combinado com o art. 160 da Lei nº 6.404/76;

IV – Os membros do Conselho de Administração da Sadia, por não empregarem a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao demonstrar desconhecimento e adotar postura alheia aos aspectos mais relevantes da Política Financeira da Sadia, descumprindo, assim, o art. 153 da Lei nº 6.404/76.

Os acusados prestaram suas defesas, que foram analisadas pelos diretores da Comissão de Valores Mobiliários, que deliberaram e proferiram seus votos, tendo prevalecido o voto do relator, que procurou distinguir a conduta dos conselheiros de acordo com a sua participação, ou não, nos Comitês Financeiro e de Auditoria.

Sendo assim, pelo voto do relator, foram absolvidos dois conselheiros, que se desligaram da companhia antes do problema com os derivativos. Foram absolvidos também os dois conselheiros que assumiram os lugares dos que se desligaram, pelo fato de não ter havido tempo hábil para que tomassem as providências que se esperavam de um administrador.

Por fim, foram aplicadas as penalidades pelo fato aos demais membros do Conselho de Administração e ao Diretor Financeiro, levando-se em consideração a primariedade de todos os acusados, a gravidade das condutas apuradas, nos termos da Instrução CVM nº 131/91 e também os termos específicos do caso em tela.

Dessa forma:

I – Aos conselheiros que não faziam parte do Comitê Financeiro e de Auditoria, foi aplicada multa pecuniária individual no valor de R\$ 200.000,00, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, em razão do descumprimento do dever de diligência previsto no art. 153 da Lei nº 6.404/76;

II – Aos conselheiros que faziam parte do Comitê Financeiro ou do Comitê de Auditoria, foi aplicada multa pecuniária individual no valor de R\$ 400.000,00, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, em razão do descumprimento do dever de diligência previsto no art. 153 da Lei nº 6.404/76;

III – Ao diretor financeiro, foi aplicada a pena de inabilitação temporária de 3 anos para o exercício de cargo de administrador de companhia aberta, em razão do descumprimento do dever de diligência previsto no art. 153 da Lei nº 6.404/76.

Já no caso da Aracruz Celulose, a Comissão de Valores Mobiliários instaurou o Processo Administrativo Sancionador nº 16/2008, cujo objetivo consistia na apuração de

responsabilidades dos administradores da Aracruz Celulose S.A. por eventuais irregularidades relacionadas a operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos e na divulgação de informações pela companhia.

O Diretor-Presidente da Aracruz foi acusado de não ter informado nas Notas Explicativas das Informações Trimestrais de junho de 2008, referentes ao segundo trimestre do mesmo ano, o risco existente nas operações de *Target Forward*, deixando de evidenciar o valor de mercado destes derivativos, bem como os critérios e premissas adotados para seu cálculo, o que afronta o parágrafo único do art. 1º da Instrução CVM nº 235/95⁹⁶. Além disso, foi acusado também de ter se omitido no acompanhamento da política financeira⁹⁷, deixando de se inteirar acerca das novas operações que estavam sendo realizadas pela diretoria financeira e das quais tinha conhecimento, caracterizando-se a falta de dever de diligência, o que corresponde a infração do disposto no art. 153 da Lei nº 6.404/76.

Dois membros do Conselho de Administração foram acusados de não terem diligenciado no sentido de obter maiores informações acerca das contratações de operações de *Target Forward* de que tiveram conhecimento por meio dos relatórios da diretoria financeira, deixando de observar os sinais de alerta (*red flags*) que se apresentavam, o que consiste em infração ao disposto no art. 153 da Lei nº 6.404/76.

Três membros do Comitê Financeiro foram acusados de não terem atuado com a devida diligência exigida para o cargo, deixando de obter informações necessárias ao acompanhamento e avaliação dos resultados da política financeira adotada pela diretoria financeira a fim de assegurar a sua compatibilidade com os objetivos definidos pelo Conselho de Administração, o que consiste em infração ao disposto no art. 153 da Lei nº 6.404/76.

Dois membros do Comitê de Auditoria foram acusados de não terem atuado com a devida diligência exigida para o cargo, deixando de obter informações necessárias à correta

⁹⁶ Instrução CVM 235/95. Art. 1º. As companhias abertas que possuam instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial, devem evidenciar, em nota explicativa anexa às suas demonstrações financeiras e às informações trimestrais – ITR, o valor de mercado desses instrumentos financeiros, nos termos do artigo 3º desta Instrução.

Parágrafo único. Devem constar, ainda, em nota explicativa, os critérios e as premissas adotadas para determinação desse valor de mercado, bem como as políticas de atuação e controle das operações nos mercados de derivativos e os riscos envolvidos.

⁹⁷ A política financeira tinha como meta permanente a proteção dos valores de ativos e passivos da Aracruz contra riscos associados à taxa de câmbio e juros mediante a utilização de instrumentos financeiros, em especial derivativos, e estabelecia os seguintes limites, conforme alteração aprovada em 19/06/08: perda máxima de US\$ 40 milhões em operações com derivativos em cada trimestre, sendo que a partir desse montante a decisão devia ser compartilhada com o presidente do Conselho de Administração, e exposição máxima em operações de câmbio futuro limitada a um dos seguintes índices a critério do Comitê de Tesouraria: 1,5x o custo caixa de produção total orçado denominado em reais, 50% do valor das exportações anuais ou o valor do fluxo de caixa operacional anual, cujos valores ajustados seriam, respectivamente, US\$ 805 milhões, US\$ 975 milhões e US\$ 736 milhões. (Parecer do Comitê de Termo de Compromisso referente ao PAS CVM nº 16/08, item 7).

supervisão das atividades de controles internos da Aracruz, a fim de participar na fixação das estruturas de controles internos e auxiliar a diretoria na revisão periódica destes controles, no intuito de garantir a eficácia e efetividade destes, na forma determinada pelo Regimento Interno do Comitê, o que consiste em infração ao disposto no art. 153 da Lei nº 6.404/76.

Outro membro do Comitê de Auditoria foi acusado de não ter atuado com a devida diligência exigida para o cargo, deixando de obter informações necessárias à correta supervisão das atividades de controles internos da Aracruz, a fim de participar na fixação das estrutura de controles internos e auxiliar a diretoria na revisão periódica destes controles, no intuito de garantir a eficácia e efetividade destes, mesmo diante dos relatórios da diretoria financeira com a posição da companhia em contratos de *Target Foward* a que teve acesso, o que consiste em infração ao disposto no art. 153 da Lei nº 6.404/76.

O caso também foi alvo de inquérito civil pelo Ministério Público Federal (MPF), por dano moral coletivo.

Foram feitas várias propostas de termos de compromisso, tendo o colegiado da CVM deliberado a aceitação de todas as propostas de Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta apresentadas por entendê-las oportunas e convenientes, uma vez que os valores⁹⁸ dos compromissos se afiguram proporcionais à gravidade das acusações já formuladas no PAS 16/08, assim como ao objeto do processo administrativo e da correspondente atuação de cunho civil e coletivo da CVM com o MPF como um todo, sendo, em especial, suficientes para desestimular a prática de condutas assemelhadas⁹⁹.

⁹⁸ Cada um dos acusados deveria pagar a quantia de R\$ 800.000,00, exceto o diretor-presidente, que deveria pagar o valor de R\$ 1.200.000,00. A metade desses valores seriam destinadas à CVM, e a outra metade ao Fundo de Defesa dos Direitos Difusos previsto no art. 13 da Lei nº 7.347/85.

⁹⁹ Decisão do colegiado da CVM de 04/09/2012. Disponível em http://www.cvm.gov.br/decisoões/2012/20120904_R1/20120904_D11.html

CONCLUSÃO

O objeto social tem grande relevância para os acionistas, na medida em que consiste no ponto principal que faz exatamente com que eles tenham a vontade de participar de determinada empresa.

Ao analisar objeto social da Sadia e da Aracruz Celulose, vimos que, apesar de diferentes, possuem algo em comum, que é a inexistência de permissão institucional para realizar operações especulativas complexas com instrumentos derivativos.

Então, ao entrarem nesse meio, os administradores praticam atos *ultra vires*, uma vez que seria necessário um esforço imenso para se conseguir adequar esses atos como complementares à atividade-fim, como atos integrativos.

Não caberia, nesse caso, se esconder por trás da *Business Judgement Rule*, já que os atos com derivativos realizados tecnicamente impediriam a aplicação dessa regra pelo fato de serem *ultra vires*.

Além disso, já ultrapassando a autorização que lhes são dadas, os administradores não fizeram nem mesmo o dever de casa, ou seja, o dever de diligência, ao serem displicentes com as operações financeiras que nem deveriam existir, não ao menos naquela intensidade.

Percebemos que má-administração e não-obediência a princípios simples, previstos no nosso ordenamento jurídico, pode trazer grandes prejuízos, não para a empresa em si, mas para os acionistas e também para toda a sociedade, dado que as empresas possuem uma função social, que pode ficar prejudicada em casos como esse, como de fato ficou, uma vez que atacou a perenidade das referidas empresas.

Para se evitar fatos como esse ou pelo menos minimizar os seus efeitos, é mister a atuação dos órgãos regulatórios, mais especificamente, nesse caso, a Comissão de Valores Mobiliários.

Entendemos que o resultado dos processos administrativos sancionadores e os acordos firmados, apesar de poderem eventualmente serem considerados brandos, até mesmo por não ter tido por escopo a questão das operações com derivativos como atos *ultra vires*, constituem um avanço para o desenvolvimento do nosso mercado financeiro e de capitais, na medida em que procura promover ajustes de conduta, mesmo que de forma mais discreta.

Esse problema com derivativos ocorreu há mais de uma década, mas nem por isso deixa de ser um assunto atual e, caso seja esquecido, pode trazer de volta todos os problemas que as

empresas passaram, uma vez que, segundo o filósofo George Santayana, “aqueles que não se lembram do passado estão condenados a repeti-lo¹⁰⁰”.

Nesse sentido, o direito possui um papel importante na proteção e no desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais, uma vez que estes devem ser construídos sobre uma base legal.

¹⁰⁰ Citação retirada do artigo: “*Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*”, (STOUT (2011, pág. 36)

REFERÊNCIAS

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 2001.

BEVILAQUA, Clóvis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil comentado**. 5ª. Edição. Rio de Janeiro: Francisco Alves. 1943, v 5.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Fundamentos de Investimentos**. 3. Ed. Bookman: Porto Alegre, 2000.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado....Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em 29 set. 2020.

_____. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em 29 set. 2020.

_____. STJ. REsp nº 798.264 SP, Relator: Ministro Carlos Alberto Menezes Direito, data de julgamento: 06/02/2007, T3 – Terceira Turma, data de publicação: **DJE** 16/04/2007.

_____. STJ. REsp nº 1.349.233 SP 2012/0113956-5, Relator: Ministro Luis Felipe Salomão, data de julgamento: 06/11/2014, T4 – Quarta Turma, data de publicação: **DJE** 05/02/2015.

_____. TJDF. Apelação Cível: APL, 1460889120078070001 DF 0146088-91.2007.807.0001, Relator(a): LÉCIO RESENDE, Julgamento: 12/05/2010, Órgão Julgador: 1ª Turma Cível, Publicação: 18/05/2010, **DJ-e** Pág. 78.

_____. TJDF. Agravo de Instrumento: Relator(a): Carmelita Brasil, Julgamento: 23/02/2011, Órgão Julgador: 2ª Turma Cível, Publicação: 02/03/2011, **DJ-e** Pág. 35.

_____. TJMG - Apelação Cível AC 10145130716056002 MG, Relator: José Marcos Vieira, data de julgamento: 07/08/2019, data de publicação: 14/08/2019.

_____. TJSP. Agravo de Instrumento: Nº 990.09.362587-3 SP, Relator: Enio Zuliani, data de julgamento: 26/08/2010, 2ª Turma Criminal, data de publicação: 20/09/2010.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. V. 1. São Paulo: Saraiva, 1997.

CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de Capitais – o que é, como funciona**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 13. Ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

_____. **Princípios do direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3ª Edição. Rio de Janeiro:, 2019.

COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. In: Revista dos Tribunais. São Paulo, 1976.

_____. **A reforma da empresa**. In: Revista Forense, vol. 290. Forense: Rio de Janeiro, 1985.

_____. **Função Social da propriedade dos bens de produção**. In: Direito empresarial: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva: 1995.

_____. **Função Social da propriedade dos bens de produção**. In: Tratado de direito comercial. São Paulo: Saraiva: 2015

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônimas**. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

COSTA FERNANDES, Abel L., MOTA, Paulo R., ALVES, Carlos F., DUARTE ROCHA, Manuel. **Mercados, Produtos e Valorimetria de Ativos Financeiros**. 3. ED. Coimbra: Almedina, 2018.

DIAS, José de Aguiar. **Da responsabilidade civil**. 10 ed. Ver. Atual. Rio de Janeiro: Forense, 1995, v.1.

EIZIRIK, Nelson. **Questões de Direito Societário e mercado de capitais**. Rio de Janeiro, 1987.

_____. GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Renovar: São Paulo, 2011.

_____. **A Lei das S/A comentada, v. 1** São Paulo: Quartier Latin, 2015a.

_____. **A Lei das S/A comentada, v. 3**. São Paulo: Quartier Latin, 2015b.

FLETCHER, William Meade. **Fletcher cyclopedia of the law of private corporations**. Suplemento cumulative. Nova Iorque: Clark Boardman Callaghan, 1997

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

FRAZÃO, Ana. **Empresa e propriedade: função social e abuso de poder econômico**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

HISSA, Maurício. **Investindo em Opções**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

HULL, John C. **Opções, Futuros e Outros Derivativos**. São Paulo: BM&F, 2015

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 3ª Edição, [S.I], 2004.

_____. **O que é governança corporativa?** Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa#:~:text=Governan%C3%A7a%20corporativa%20%C3%A9%20o%20sistema,controle%20e%20demais%20partes%20interessadas>. Acesso em 21 jun. 2020.

JORNADA DE DIREITO CIVIL III: **enunciados aprovados** / coordenador científico Ministro Ruy Rosado de Aguiar Júnior. – Brasília : Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 2013. 61 p. ISBN 978-85-85572-93-8

JORNADA DE DIREITO COMERCIAL I: **enunciados aprovados** / coordenador científico Ministro Ruy Rosado de Aguiar Júnior. – Brasília : Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 2013. 61 p. ISBN 978-85-85572-99-0

KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar: duas formas de pensar**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

KLANN, Roberto Carlos; CUNHA, Paulo Roberto da; FILHO, Jorge Ribeiro de Toledo. **Participação dos instrumentos financeiros derivativos no balanço patrimonial de companhias brasileiras**. RIC – Revista de Informação Contábil. Vol. 4, nº 2, 2010. Disponível em: <https://periodicos.ufpe.br/revistas/ricontabeis/article/view/7895/7972>. Acesso em 17 jul. 2020.

LAMY filho, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**, Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LEMOS JÚNIOR, Fármio José; SÁ, Fernanda Franco de. **Análise dos impactos econômico-financeiros e administrativos na utilização de derivativos especulativos pelas empresas Sadia, Aracruz Celulose e Votorantim**. RAGC, v.1, nº 2, 2013.

LIMA, Iran Siqueira, LOPES, Alexsandro Broedel. **Contabilidade e Controle de Operações com Derivativos**. São Paulo: Pioneira, 1999.

MALVESSI, Oscar. **Como a estratégia equivocada destrói a riqueza do acionista**. IBEF News, 2010.

MARTÍN, José Luis Marín; RUIZ, Ramón Jesús Martínez. **El inversor y los mercados financieros**. 2. Ed. Madri: ESIC, 1992.

MOSQUERO, Roberto Quiroga. **Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais**. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999, v.1, p.259.

NEGRÃO, Ricardo. **Direito Empresarial: estudo unificado**. 5ª edição. São Paulo: Saraiva, 2014.

NIYAMA, Jorge Katsumi, FRANÇA, José Antônio de. **Novos desafios da Contabilidade: Contabilidade de derivativos - Mensuração e reconhecimentos de ganhos e perdas com opções**. XVI congresso Brasileiro de Contabilidade. Goiânia: 2000.

OLIVEIRA JUNIOR, Gilson Alves de, PACHECO, Marcelo Marques. **Mercado Financeiro: objetivo e profissional**. São Paulo: Editora Fundamento Educacional Ltda., 2017.

PARGENDLER, Mariana. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro**. In: Revista dos Tribunais, 2015.

PERDA com derivativos leva Aracruz à Justiça nos EUA. O Estado de São Paulo, 29 nov. 2008. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,perda-com-derivativos-levar-aracruz-a-justica-nos-eua,284914>. Acesso em 18 jul. 2020.

PFÜTZENREUTER, Elvis. **Investindo no Mercado de Opções**. São Paulo: Novatec, 2008.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais – Fundamentos e Técnicas**. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PONTES de MIRANDA. **Tratado de Direito Privado**. 3.Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984).

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito Empresarial**. São Paulo: Método, 2014.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial, v. 2**. 21. Ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

ROCHA, João Carlos de Carvalho; HENRIQUES FILHO, Tarcísio Humberto Parreiras; CAZETTA, Ubiratan. **Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional – 20 anos da Lei n. 7.492/1986**. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

RODRIGUES, Sílvio. **Direito Civil**, Vol. 4. 19ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2002.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2019.

SANTOS, J. O; COELHO, E. C; FILHO, A. C; BRITO, A. F. **Relações de agência e resultados financeiros – estudo de caso da sadia**. In: SEMEAD – SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 10, 2011. São Paulo. Anais...São Paulo: USP, 2011.

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

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **O Caso Sadia – Partes 1 e 2**. Revista Capital Aberto. Ano 9, n. 106 e 107, 2012.

STOCO, Rui. **Responsabilidade civil e sua interpretação jurisprudencial: doutrina e jurisprudência**. 4. Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

STOUT, Lynn A. **Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis**. Harvard Business Law Review/ Harvard Law School Program on Corporate Governance. Jul. 2011. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2011/07/19/derivatives-and-the-legal-origin-of-the-2008-credit-crisis/>. Acesso em 24 ago. 2020.

TAVARES GUERREIRO, José Alexandre.. **Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v. 42, p. 74, abr/jun. 1981.

_____. **Sobre a interpretação do objeto social**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v. 54, p. 68, 1984.

TEIXEIRA, Tarcísio. **Direito empresarial sistematizado: doutrina, jurisprudência e prática**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

TOMAZETTE, Marlon. **Teoria dos Atos Ultra Vires e o Direito Brasileiro**. Revista de Direito, 7(01), 221-241, 2015.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por Ações, v. 1**. 3. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito civil: parte geral**. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 2005.

_____. **Direito civil: parte geral**. 13. Ed. São Paulo: Atlas, 2013.

VERVLOT, W; GARCIA, M. **Incentivo Perverso das Reservas Internacionais: O Caso das Empresas Exportadoras Brasileiras**. Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC. Rio de Janeiro, 2009.