Atualidades

DEVERES LEGAIS E CONDUTA ÉTICA DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DE PROFISSIONAIS*

KLAUS HOPT

1. Introdução: a crise do conceito da “maximização de lucros” da companhia moderna. 2. O conceito de “fiduciário” ou trustee: 2.1 Os membros do conselho de administração nos Direitos Norte-Americano e Alemão – 2.2 Profissionais (profissionais): o exemplo de bancos e corretoras. 3. Interesse próprio, exigências éticas e deveres legais: conseqüências para membros do conselho de administração e profissionais: 3.1 Busca dissimulada de interesses próprios – 3.2 Deveres éticos e legais relativos à remuneração. 4. Maximização de lucros ou responsabilidade social da empresa? Algumas observações sobre os conceitos de “acionista” (shareholder) e de stakeholder: 4.1 Teoria: duas ideologias fundamentalmente incompatíveis – 4.2 Prática: os interesses a longo prazo da companhia e de seus acionistas e as questões complexas que permanecem. 5. Estratégias jurídicas para efetivar normas de conduta ética a membros do conselho e profissionais: 5.1 O dever de informar – 5.2 A estratégia do consentimento – 5.3 Processualização em contextos decisórios imprecisos (fuzzy decision-making contexts). 6. Conclusão.

1. Introdução: a crise do conceito da “maximização de lucros” da companhia moderna

Em Hamburgo, uma das mais antigas cidades mercantis da Alemanha, com longa e reconhecida tradição na Liga Hanseática, o conceito de *ehrbarer Kaufmann* (“comerciante honrado”), o comerciante correto e respeitável, constituiu o ideal durante séculos. *Ehrbarer Kaufmann in Hamburg* foi também o nome da corporação repre-

sentativa dos comerciantes de Hamburgo, e por eles eleita, desde o século XVII. Todos sabemos que nem sempre a realidade conseguiu atingir esse ideal e que surgiu um novo tipo de comerciante e empreendedor, que correspondia mais à noção do negociante astuto – tal qual agudamente observado e descrito por Thomas Mann em sua obra *Buddenbrooks*, de 1901, vencedora do prêmio Nobel. Durante os anos, maximização de lucros e competição selvagem tornaram-se, supostamente, a única via para o sucesso.

Atualmente, entretanto, o conceito da *maximização de lucros* da empresa moderna está em crise e vem sendo submetido às mais diversas críticas do público em geral, dos políticos e de parte da doutrina. Na Antiguidade a “medida de todas as coisas” era Deus. Mais tarde passou a ser o “homem”, o ser humano. Hoje, parece que

* Palestra na Faculdade de Direito da USP em 18.9.2007. Tradução do original em Inglês de Erasmo Valladão A. e N. França e Mauro Moisés Kertzer. As notas em algarismos arábicos são do autor; e as em algarismos romanos, dos tradutores. Registra-se, outrossim, a contribuição de Sheila Christina Neder Cerezetti, Doutoranda em Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP, com algumas valiosas observações sobre a tradução.

a medida de todas as coisas é o “lucro”.¹ Membros do conselho de administração recebem enormes remunerações através de opções de compra de ações, planos de aposentadoria e compensações ofertadas para induzi-los a se aposentar (*golden handshakes*), uma prática que se iniciou nos Estados Unidos e está se espalhando pela “antiga Europa”. A utilização de oportunidades comerciais da companhia por membros do conselho e o uso privado de informações adquiridas em negociações com a clientela tornaram-se métodos lucrativos de geração de ganhos particulares. Políticos e o público em geral reclamam contra as empresas por se valerem indevidamente da competição internacional para achatar salários, transferir empregos e fábricas para outros países, em prejuízo da mão-de-obra doméstica, e para deslocar danos ambientais para o exterior, a fim de aumentar os lucros. Esta não é apenas uma questão ética, mas, cada vez mais, uma questão jurídica, tanto para as empresas quanto para os profissionais, que, numa sociedade voltada preponderantemente para os serviços, estão se assenhoreando das atividades dos comerciantes individuais. A assim chamada “juridicização da ética dos negócios” é uma reação dos legisladores e autoridades administrativas de muitas sociedades industrializadas modernas. Um exemplo, que já se tornou tradicional, é o conceito de “fiduciário” ou “trustee”, empregado para membros do conselho de administração e profissionais.

2. O conceito de “fiduciário” ou trustee

2.1 Os membros do conselho de administração nos Direitos Norte-Americano e Alemão

No direito societário da Europa Continental os membros do conselho de ad-

ministração são tradicionalmente considerados como órgãos da companhia, com deveres e responsabilidades descritos mais ou menos de modo geral. Nas leis societárias esses deveres são, tradicionalmente, normas organizacionais que delinham as competências e a interação entre o conselho – no caso de haver dois níveis, o conselho de direção (*Vorstand*) e o conselho de supervisão (*Aufsichtsrat*) – e a assembléia-geral dos acionistas. Na Lei alemã das Sociedades por Ações, de 1965, há apenas três breves parágrafos¹ que tratam da matéria relativa ao bom comportamento do conselho, disciplinando a remuneração, que deve ser adequada, a proibição imposta aos membros do conselho de concorrer com a companhia e a concessão de créditos, pela companhia, para seus conselheiros. Além disso, há apenas uma regra geral estipulando que, na condução dos negócios sociais, os membros do conselho (de direção) devem empregar o cuidado de um administrador diligente e consciencioso. O assunto é desenvolvido um pouco mais detalhadamente no restante dessa regra no que toca à responsabilidade, perante a companhia, pelos prejuízos a ela causados. A efetivação da responsabilidade do conselheiro, todavia, é restrita, tanto em decorrência da lei como da prática. Tradicionalmente os acionistas exercem pouca influência quando se trata de decidir se a companhia propõe ação de responsabilidade contra um membro do conselho, e há muito tempo as empresas têm evitado fazê-lo, daí resultando existirem relativamente poucos casos de responsabilidade. Isso é verdade não só na Alemanha, mas em muitos outros países da Europa Continental.

Em contraste com isso, a abordagem da Europa Continental no que se refere ao conceito de que os membros do conselho têm deveres fiduciários perante a companhia, como um *trustee* da mesma, foi desenvolvida pelos tribunais britânicos

1. Cf. P. Fostmoter, “Profit – das Mass aller Dinge?”, in R. Zäch e outros (eds.), *Individuum und Verband*, Zurich (Schulthess), Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 2006, p. 55.

1. Nas leis alemãs, com exceção da Constituição (*Grundgesetz*), utilizam-se parágrafos (§§), e não artigos.

e norte-americanos. Essa analogia com o *trust* deve-se, historicamente, ao fato de que antes de 1844 a maioria das então chamadas *joint stock companies* era “não-incorporada” (*unincorporated*), ou seja, não era dotada de personalidade jurídica, e, portanto, utilizava-se o *trustee* para deter a propriedade dos bens da companhia. Muitas vezes os próprios administradores eram os *trustees*. Ao julgar os administradores responsáveis, não havia diferença relevante para os tribunais se os mesmos eram autênticos *trustees* ou meros representantes de uma companhia dotada de personalidade jurídica. Em conseqüência, os deveres fiduciários do conselho de administração acabaram se tornando mais ou menos idênticos aos deveres dos *trustees*, e estes últimos deveres sempre foram os mais abrangentes, tanto com relação ao seu conteúdo quanto com relação à sua efetivação judicial.² A verdadeira dinâmica dessa disciplina legal da conduta ética dos membros do conselho de administração nos Estados Unidos reside no fato de que esses deveres foram estabelecidos e concretizados em uma grande massa de precedentes que, por sua vez, resultaram da vasta utilização da forma da sociedade anônima num país tão grande e que se industrializou tão cedo.

Na segunda metade do século passado, no mais tardar, o conceito de que os membros do conselho detêm abrangentes deveres fiduciários de *trustees* espalhou-se dos Estados Unidos para a Europa Continental e se tornou a principal doutrina jurídica dos conselhos de administração da sociedade anônima.³ Mais recentemente esse desenvolvimento foi fomentado pela moderna e influente teoria econômica do conflito representado/representante (*prin-*

*cipal/agent conflict*⁴). Essa teoria serve para analisar o relacionamento entre o conselho e os acionistas, aquele sendo o representante (*agent*) e os acionistas sendo os representados (*principals*). A lógica desse conceito econômico é que os representados devem ser colocados em uma posição na qual possam efetivamente controlar o comportamento do representante, de modo a fazê-lo agir inteiramente no interesse dos acionistas, e não no seu interesse pessoal. Dessa maneira, tanto as exigências éticas quanto os deveres jurídicos relativos às regras de conduta dos membros do conselho de administração encontram sustentação na teoria econômica.

2.2 Profissionais (professionals^{III}): o exemplo de bancos e corretoras

Um desenvolvimento semelhante pode ser observado nas leis e regulamentos de profissionais, notadamente de bancos e corretoras mas, entretanto, também de outros, tais como contadores, auditores, advogados e intermediários financeiros (*financial intermediaries*^{IV}). A legislação na

II. O conflito *principal/agent*, cunhado pelo jargão econômico, surge sempre que os interesses de uma parte, chamada de *principal*, dependem de atos praticados por outra parte, chamada de *agent*. Mas o conflito não se esgota nos casos de representação legal ou convencional. No seio de uma companhia, três problemas genéricos de *agency* podem ocorrer: (i) entre os acionistas e os administradores; (ii) entre os acionistas controladores e os minoritários; e (iii) entre a companhia e terceiros, com quem ela contrata (credores, empregados e consumidores). V., sobre o assunto, *The Anatomy of Corporate Law*, Nova York, Oxford University Press, 2006, pp. 21 e ss. Trata-se de obra coletiva, da lavra de Reinier Kraakmann e outros, entre os quais o professor Klaus J. Hopt.

III. O conceito de “profissionais” utilizado na palestra ora traduzida abrange também as pessoas jurídicas participantes do mercado, e não somente pessoas físicas.

IV. Os *financial intermediaries* são entidades financeiras, normalmente bancos comerciais, que providenciam a transferência de fundos entre mutuantes e mutuários, compradores e vendedores, investidores e poupadores (cf. *Black's Law Dictionary*, 8ª ed., Estados Unidos da América, Thomson West, 2004, verbete “Financial intermediary”, p. 663).

2. P. L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7ª ed., Londres, Thomson/Sweet & Maxwell, 2003, p. 380.

3. Cf. K. J. Hopt, “Die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat – Zugleich ein Beitrag zur corporate governance-Debatte”, in *Festschrift für Mestmäcker*, Baden-Baden, Nomos 1996, p. 909.

Europa Continental e, certamente no Código Civil alemão regulamentou o mandato (*agency*^V), em princípio, como um contrato gratuito, sujeitando o mandatário (*agent*), conseqüentemente, a relativamente poucos deveres legais. O contrato de mandato oneroso foi regulamentado em apenas um parágrafo, que, basicamente, fez referência às disposições gerais do mandato (*law of the general agency*). Com relação a informações e recomendações, um parágrafo estipulou que, em princípio, o ato de recomendar não implica responsabilidade, salvo se existirem deveres específicos decorrentes de contratos, atos ilícitos ou de outra forma previstos em lei. Conseqüentemente, os deveres dos diversos profissionais foram desenvolvidos pelos tribunais especificamente para cada profissão, independentemente de um conceito legal genérico de *agency* e sem o amparo de um conjunto de normas codificadas que estipulasse os deveres legais dos *agents*.

Nos Estados Unidos a natureza fiduciária do *agent* e seus deveres obtiveram maior importância, tanto na doutrina quanto nos precedentes judiciais. Os deveres que lá se desenvolveram foram enumerados, por exemplo, no *Restatement of Agency*^{VI}. Todavia, o desenvolvimento pleno dos deveres fiduciários de bancos e corretoras e o fato de terem sido amplamente codificados devem-se ao desenvolvimento da legislação americana sobre valores mobiliários (*securities*), na década de 1930.

Conforme descrevi relativamente ao direito societário comparado no *Oxford Handbook of Comparative Law*, o avanço global da legislação dos Estados Unidos sobre valores mobiliários teve um impacto enorme no direito societário e de merca-

do de capitais em todo o Planeta.⁴ É justo afirmar que a origem da disciplina mais detalhada sobre deveres e responsabilidades dos intermediários financeiros – na Diretiva Européia de 21.4.2004, sobre mercados de instrumentos financeiros, que revolucionou o direito de mercado de capitais em todos os países-membros da União Européia – pode ser ali localizada. Isto se aplica, particularmente, aos deveres mais abrangentes dos intermediários financeiros no que diz respeito a *conflitos de interesses*, um conceito que, entretanto, já transbordou do direito de mercado de capitais para outras áreas de atividades profissionais e de contratos de prestação de serviços em geral.⁵ Por toda a parte, legisladores e autoridades reguladoras, em nossas modernas sociedades industrializadas, reagem contra abusos cometidos por empresas e profissionais, juridicizando boa parte da conduta ética empresarial e profissional. Isso, evidentemente, não se deve apenas a um maior discernimento por parte dos legisladores ou, mesmo, a uma preocupação mais profunda com a condução ética dos negócios, mas sim à enorme exposição do público em geral à ação das grandes empresas e dos profissionais nas nossas sociedades modernas, aliada ao impulso inafastável de produzir legislação deflagrada por escândalos, noticiários e pelo temor acerca da reeleição. Ainda assim, o efeito é basicamente positivo, embora sempre exista o risco de leis fragmentadas e de excesso de

4. K. J. Hopt, "Comparative company law", in M. Reimann/R. Zimmermann (eds.), *The Oxford Handbook of Comparative Law*, Oxford, Oxford University Press, 2006, pp. 1.161-1.178.

5. K. J. Hopt, "Interessenwahrung und Interessenkonflikte im Aktien-, Bank- und Berufsrecht, Zur Dogmatik des modernen Geschäftsbesorgungsrechts", *ZGR* 2004, 1; para uma versão inglesa, v. K. J. Hopt, "Trusteeship and conflicts of interest in corporate, banking, and agency law: toward common legal principles for intermediaries in the modern service-oriented society", in G. Ferrarini/K. J. Hopt/J. Winter/E. Wymeersch (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, p. 51.

V. O autor está se referindo, aqui, à figura do "mandato", no Código Civil alemão, como uma das formas de *agency*.

VI. Os *Restatements* são consagrados tratados publicados pelo *American Law Institute* sobre as mais diversas áreas do Direito (cf. *Black's Law Dictionary*, 8ª ed., verbete "Restatement", p. 1.339).

regulamentação, não só nos Estados Unidos, mas também na União Européia e em vários de nossos países-membros.

3. Interesse próprio, exigências éticas e deveres legais: conseqüências para membros do conselho de administração e profissionais

3.1 Busca dissimulada de interesses próprios

O interesse próprio é a força propulsora da economia, como nos ensinou Adam Smith,⁶ e talvez até mesmo do comportamento humano em geral, como sugerem as teorias modernas sobre o cérebro. Entretanto, mesmo estando convencidos de que os seres humanos têm livre arbítrio para se decidirem a favor ou contra a conduta ética, é evidente que à tentação de conselheiros e profissionais de colocar seus interesses pessoais acima de seus deveres fiduciários ou de *trustees*, perante suas companhias e clientes, é difícil de resistir. Há inúmeras hipóteses legais relativas a essa tentação. Com relação aos membros do conselho, muitas estão enumeradas sob a designação de “dever de lealdade” (*label of duty of loyalty*).⁷

Na Lei alemã das Sociedades por Ações é disciplinada apenas uma das hipóteses mais óbvias de violação, especificamente aquela em que o conselheiro concorre com sua própria companhia. Membros do conselho de direção (*management board*) não podem exercer nenhuma atividade empresarial, nem participar de nenhuma negociação, no ramo de atividades da empresa, seja em benefício próprio ou de terceiros, sem o consentimento do conselho de supervisão (*supervisory board*). A

lei é silente com relação a outras hipóteses de conduta desleal, embora a jurisprudência alemã tenha enfrentado algumas delas. Em outros países a concorrência com a companhia íntegra, acertadamente, o conceito mais amplo e adequado de “utilização de suas oportunidades comerciais”. A proibição de tirar proveito próprio das oportunidades comerciais da companhia surgiu na Inglaterra, nos Estados Unidos e no Canadá. Posteriormente o conceito foi acolhido pela jurisprudência na França, Alemanha e em outros países da Europa Continental. Atualmente constitui uma categoria de infração aos deveres fiduciários dos administradores padronizada nas leis societárias da maioria dos países, embora muitos pormenores permaneçam controvertidos. O mesmo princípio, de não tirar proveito de oportunidades de negócios dos clientes, aplica-se, embora com algumas nuances, a todos os agentes e intermediários profissionais, tais como bancos, corretoras, consultores financeiros, representantes comerciais e advogados. Ressalte-se que essa vedação atinge apenas a busca dissimulada de interesses próprios. Se a companhia ou – no caso do representante – o cliente, adequadamente informados, consentirem, não haverá problema algum. Trata-se de matéria sobre a qual o representado e o representante, que convivem num meio competitivo, podem transigir livremente.

Um caso de certa forma mais complicado é o de utilização de segredos negociais (*business secrets*) e informações privilegiadas (*inside information*). É interessante notar que a legislação societária da maioria dos países da Europa Continental proíbe, há muito tempo, a utilização de segredos negociais da companhia, ou de clientes, por membros do conselho, auditores, advogados e outros profissionais, em benefício próprio ou de terceiros. Entretanto, o fenômeno similar de se negociar na bolsa de valores com informações privilegiadas, antes que o público investidor em geral delas tivesse conhecimento, foi por muito

6. Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Book 5, 5ª ed., Londres, 1789.

7. Cf. K. J. Hopt, “Kommentierung von § 93 AktG, comments 144 et seq.,” in K. J. Hopt/H. Wiedemann (eds.), *Aktiengesetz, Großkommentar*, 4ª ed., issue 11, Berlin/Nova York, De Gruyter, 1999.

tempo negligenciado pelos legisladores, e até mesmo aceito como padrão de prática comercial, insuscetível de qualquer censura ética.⁸ Até a segunda metade do século XX a capacidade de ganhar dinheiro dessa maneira, em detrimento dos investidores, era admirada na Alemanha e na Suíça como expressão de um conselheiro ou banqueiro particularmente sagaz. Os Estados Unidos são a pátria da disciplina do *insider trading*, onde, em 1934, foi ela regulamentada pela primeira vez. Na União Européia o *insider dealing* foi proibido desde 1989 como uma prática inaceitável – ética, econômica e juridicamente. Atualmente o *insider dealing*, a omissão do dever de informar de imediato e a manipulação do mercado são disciplinados conjuntamente como abuso do mercado (*market abuse*) na Diretiva da União Européia de 28.1.2003.

A esse respeito, é importante ressaltar que a prática de *insider dealing* não é proibida apenas pela legislação do mercado de capitais no âmbito da Diretiva da União Européia, mas, de forma geral, para companhias que não têm ações negociadas em bolsa, contadores e auditores, bem como para todos os intermediários e profissionais sujeitos aos deveres fiduciários como *agents*. Um exemplo que talvez não seja ainda largamente reconhecido é o da possível utilização pessoal de informação obtida por um banco comercial de seu cliente para outros negócios não referentes a valores mobiliários bancários. Com relação a informações privilegiadas, o princípio segundo o qual apenas a busca dissimulada de interesses próprios é proibida – ou seja, havendo aceitação do representado fica afastada a irregularidade – não se aplica integralmente, ficando sujeito a certas nuanças. É certo que o *slogan* “informe ou se abstenha” (*disclose or abstain*) aplica-se também à questão. A revelação de fato relevante, porém, tem de ser feita ao público em geral. Uma vez realizada, tanto seu

caráter de informação privilegiada quanto seu valor de mercado, para o *insider*, são eliminados, sem necessidade, e até mesmo possibilidade, de consentimento.

3.2 Deveres éticos e legais relativos à remuneração

Remuneração é um caso especial. Embora também seja, e possa ser ainda mais, dirigida por interesses pessoais, as regras éticas e legais em geral para conselheiros e profissionais não são as mesmas aplicáveis aos casos recém-mencionados. Obviamente, a busca dissimulada de remuneração em prejuízo da companhia ou do cliente é igualmente proibida. A idéia – antigamente defendida por uma facção de economistas – segundo a qual o *insider dealing* é prática legítima, que pode ser utilizada por membros do conselho para aumentar sua remuneração, é ultrapassada. Entretanto, a característica específica da remuneração é que, em princípio, ela deve ser negociada no mercado, livremente, para conselheiros ou agentes profissionais. O princípio geral econômico e de mercado relativo a preços tem de ser aplicado. Isso não apenas no interesse individual das partes, mas também no interesse da economia de mercado e da função orientadora das forças do mercado. É certo que remunerações excessivas ou, como sugere o título do livro recentemente escrito por Bebchuk, professor de Harvard, *Pay without Performance*⁹ (*Pagamento sem Desempenho*) transformaram-se num enorme problema ético, econômico e jurídico nos Estados Unidos. Infelizmente, a mesma onda de astronômicas opções de ações e indenizações por despedida está atualmente inundando a Europa. Quando a remuneração de altos executivos atinge um valor muitas vezes superior à de trabalhadores comuns, ou até mesmo daqueles

9. L. Bebchuk/J. Fried, *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge Mass., London (Harvard University Press) 2004.

8. Cf. K. J. Hopt/M. Will, *Europäisches Insiderrecht*, Stuttgart, Enke, 1973.

mais qualificados, a coesão da sociedade civil ficará, mais cedo ou mais tarde, ameaçada. Esse fenômeno é particularmente chocante quando membros do conselho concedem a si mesmos aumentos excessivos de bônus e pagamentos enquanto, simultaneamente, demitem trabalhadores ou transferem empregos para países onde os salários são baixos, como tem ocorrido constantemente com as principais empresas em vários de nossos países.

Os esforços para lidar com esse problema são múltiplos: autocontrole, códigos de conduta, revelação individual (*individual disclosure*) da remuneração de cada membro do conselho para os acionistas, fiscalização e aprovação pelo conselho de supervisão ou, no caso de conselho único (*one-tier board*), pelos administradores independentes,^{vii} discussão anual pelos acionistas, como ocorre no Reino Unido, e, inclusive, obrigatoriedade de aprovação por estes últimos. Mais recentemente a escrituração contábil para remuneração baseada em ações (*accounting for share-based remuneration*) tornou-se obrigatória por força do *International Financial Reporting Standards (IFRS)* (Padrões Internacionais de Demonstrações Financeiras) e do *US GAAP (United States General Agreed Accounting Principles)* (Princípios Norte-Americanos de Contabilidade Geralmente Aceitos). Mas, como ficou demonstrado no altamente controvertido caso “German Mannesmann-Vodafone” – ou, como foi designado pela imprensa financeira, caso “Ackermann” (Ackermann é o diretor presidente [CEO] do *Deutsche Bank*)^x –, não há, ainda, infelizmente, uma panacéia à vista.

VII. O autor está se referindo, aqui, a administradores que não tenham ligações financeiras ou pessoais com os membros do conselho de administração, ou com a companhia, além da que decorre dos seus próprios cargos. V., mais adiante, o item 5.3.

10. *Bundesgerichtshof [Superior Tribunal de Justiça Alemão]* (em matéria criminal), decisão de 21.12.2005, *NJW* 2006, p. 522.

4. Maximização de lucros ou responsabilidade social da empresa? Algumas observações sobre os conceitos de “acionista” (shareholder) e de stakeholder^{viii}

4.1 Teoria: duas ideologias fundamentalmente incompatíveis

Afora a questão da remuneração excessiva, os casos de interesse pessoal mencionados acima ainda são relativamente simples se comparados com os problemas jurídicos e éticos relativos à administração da companhia. Dois conceitos que, às vezes, são transformados em ideologias estão lutando entre si: *maximização de lucros e responsabilidade social*. Para o público em geral, para a maioria dos políticos e até para muitos advogados esses conceitos parecem ser fundamentalmente incompatíveis, e freqüentemente os partidários de cada lado acusam-se, uns aos outros, ou de serem economicamente ingênuos e simplórios, ou de serem egoístas, gananciosos e anti-sociais.

A tendência largamente predominante no Direito Alemão é a de que o conselho de administração deve administrar a companhia com equilíbrio, a fim de não só perseguir a maximização do valor de mercado das ações da companhia (o *shareholder value*), mas deve agir também no interesse dos trabalhadores e do bem comum.^{xi} Cabe ao conselho encontrar algum tipo de conciliação econômica, a seu critério. Em termos jurídicos, o conselho deve procurar

VIII. *Stakeholder*, aqui, significa a pessoa que tem interesse na empresa, sem (necessariamente) ser um acionista (cf. *Black's Law Dictionary*, 8ª ed., verbete “Stakeholder”, n. 2, p. 1.440; Reinier Kraakman e outros, *The Anatomy of Corporate Law*, p. 71), como, por exemplo, os trabalhadores, debenturistas, fornecedores, consumidores, a comunidade em que a empresa atua etc. *Stake*, dentre outras acepções, significa “risco”.

11. Para uma boa e rápida visão geral, v. U. Hüffer, *Aktiengesetz*, 7ª ed., Munique, Beck, 2006, § 76, comentários 12 e ss., com posteriores referências.

atingir o *Unternehmensinteresse*, ou seja, o “interesse da empresa”, que é entendido como abrangente da supramencionada tríade de interesses. A doutrina do direito societário refere-se a esse equilíbrio como a procura por uma “harmonia de interesses” (*concordance of interests*), conceito desenvolvido originalmente pela doutrina do direito constitucional. O conceito, como um todo, é habitualmente conhecido como “a abordagem do stakeholder” (*the stakeholder approach*), ou como a responsabilidade social e ambiental da companhia. Isso significa que o conselho pode pagar salários bem superiores aos de mercado – como é o caso da *Volkswagen*, por exemplo. Pode, também, destinar importâncias consideráveis à região ou ao meio ambiente em geral, inclusive dar presentes caridosos, organizar coleções de arte (como fez o *Deutsche Bank*, por exemplo), criar fundações e entidades sem fins lucrativos dirigidas a várias atividades de interesse público, como fazem muitas companhias familiares e de capital aberto, em diversos países. Entretanto, a fim de balizar a questão, também há no direito societário alemão o entendimento de que a responsabilidade social e ambiental tem seus limites, os quais devem ser traçados em função da própria existência da companhia; ou, em outras palavras, tendo em vista sua rentabilidade a longo prazo.

O conceito oposto é o de *maximização dos lucros* – ou, como isso certamente ensejará críticas e mal-entendidos, preferível é o conceito do *shareholder value*.^{1X} O fundamento lógico do conceito do *shareholder value* não é apenas, cruamente, o de que o acionista deve receber os lucros, pois foi ele que investiu o capital, sendo

os trabalhadores, a seu turno, remunerados por seu trabalho. Na verdade, seus expoentes acreditam que, como os riscos são assumidos, em última instância, pelos acionistas, tal conceito conduz a melhores resultados econômicos, sendo, portanto, o melhor para o sistema como um todo. Evidentemente, a filosofia econômica subjacente é a de que, em geral, o livre mercado conduz a resultados ótimos e que a melhor maneira de se atingir essa meta – alguns chegam ao ponto de se referir a isso como um dever ético na economia de mercado – é buscando auferir lucros para os acionistas, num ambiente plenamente competitivo, respeitados, porém, os limites estipulados no ordenamento jurídico, tais como no direito penal (proibição da fraude), no direito do trabalho (imposição de regras de segurança, período mínimo de férias e, possivelmente, salário mínimo, planos de aposentadoria – e assim por diante) e no direito ambiental.

Tomar partido nessa controvérsia não faz parte das minhas tarefas hoje, embora eu confesse minha preferência pelo conceito do *shareholder value*. O *shareholder value* não se opõe à solidariedade com os mais fracos, nem à sustentabilidade do meio ambiente; mas isso deve ser buscado por outro caminho, mais direto e democraticamente mais transparente, notadamente pelo ordenamento jurídico, via impostos, política ambiental e assim por diante.¹² Do ponto de vista do direito societário, a maior falácia do conceito do *stakeholder (stakeholder concept)* é que ele permite – e até mesmo exige – que os conselheiros persigam, simultaneamente, diversos interesses incompatíveis, com a conseqüência de exonerá-los de responsabilidade e de lhes abrir possibilidades de dissimular a busca de interesses próprios. Permitam-me dar-lhes alguns exemplos. Um membro

IX. Segundo essa concepção, o objetivo do direito societário é apenas o de assegurar que a companhia sirva aos melhores interesses de seus acionistas, ou, mais especificamente, à maximização dos lucros da companhia; ou, mais especificamente ainda, à maximização do preço de suas ações (cf. Reinier Kraakmann e outros, *The Anatomy of Corporate Law*, p. 18).

12. D. Reuter, “Die soziale Verantwortung von Managerunternehmen im Spiegel des Rechts”, Cologne e outro (Carl Heymanns), *Non Profit Law Yearbook 2005, 2006*, p. 185.

do conselho pode se aliar ao sindicato de trabalhadores, em prejuízo dos acionistas minoritários, a fim de ter liberdade na administração da empresa no seu próprio interesse de promoção pessoal ou – pior ainda – no seu interesse de acionista controlador. O conselho pode gastar grandes somas em contribuições de caridade com o propósito de atrair o respeito da comunidade para com seus membros, pessoalmente. Numa aquisição hostil de controle (*hostile takeover*) o conselho pode tomar medidas defensivas não tanto no interesse dos acionistas, mas, antes, no de proteger o emprego de seus membros, com os respectivos benefícios, inclusive financeiros.

4.2 Prática: os interesses a longo prazo da companhia e de seus acionistas e as questões complexas que permanecem

Na prática, as supramencionadas incompatibilidades fundamentais entre os dois conceitos não desaparecem inteiramente, mas elas podem ser muito menos relevantes do que parecem e do que muitos acreditam. Já foi dito que o interesse da empresa, ou o conceito do *stakeholder* (*stakeholder concept*), não foi elevado ao absoluto pela doutrina, mas que seus expoentes têm suficiente bom senso para reconhecer que a rentabilidade a longo prazo da empresa tem prioridade. Por outro lado, o conceito do *shareholder value* (*shareholder value concept*) não deve ser confundido com um conceito restrito, de maximização dos lucros a curto prazo, mas deve ser concebido como a maximização ou otimização dos lucros a longo prazo. No mundo real as empresas enfrentam pressões não só econômicas, mas também sociais e políticas. Se, por um lado, a companhia não pode manter salários excessivamente elevados, enquanto seus concorrentes transferem parte da produção para países do Leste Europeu ou Asiático, onde os salários são excessivamente baixos, por

outro lado, também será contraproducente para a empresa pagar salários de fome, não evitar danos ambientais a não ser quando compelida pela lei, ou ignorar os anseios da comunidade na qual atua. O resultado pode perfeitamente ser o aumento de custos diretos e indiretos, que afinal resultará em problemas trabalhistas, normas ambientais mais rígidas ou, ainda, dificuldades com relação aos consumidores, à comunidade ou aos legisladores. Na medida em que a idéia de *empresa-cidadã* deixar de ter, única e exclusivamente, um significado ético, ela poderá adquirir também um significado econômico, na acepção mais positiva da palavra.

Isso não significa que o problema jurídico e ético na moderna companhia tenha sido inteiramente resolvido pelo reconhecimento da realidade econômica da rentabilidade a longo prazo. Há questões complexas que permanecem pendentes de solução. Pode o conselho apoiar partidos políticos com elevadas somas de dinheiro ou, mesmo, de acordo com suas preferências políticas (desde que, evidentemente, não haja restrição legal a financiamento de partidos)? Pode o conselho gastar quanto dinheiro quiser com caridade ou com coleções de arte maravilhosas? É correto o conselho vender a empresa a um comprador estrangeiro suspeito de ser um raider?^X Pode o conselho simplesmente recusar uma proposta de aquisição de controle, ainda que ela atenda claramente aos melhores interesses dos acionistas? Embora este não seja o lugar para responder a todas essas questões, posso assegurar-lhes, na qualidade de comentarista de dispositivos relevantes da Lei alemã das Socie-

X. *Raider* é a pessoa que intenta tomar o controle de uma companhia de forma hostil, comprando suas ações e substituindo seus administradores (cf. *Black's Law Dictionary*, 8ª ed., verbete "Corporate raider", p. 365). Aqui parece estar sendo usado no sentido negativo do *hostile raider*, que tem em vista tomar o controle com o fim de saquear os ativos da companhia.

dades por Ações, que há jurisprudência e doutrina que estipulam limites em muitos desses casos. Mas o ponto que eu desejo destacar é outro: este não é um campo para elaboração de decisões fundamentais, das quais se possam deduzir as soluções e respostas jurídicas. Em vez disso, o que é essencialmente necessário é a análise paciente, cuidadosa e sutil, caso a caso, dos diversos conflitos de interesses, tal como estamos acostumados a fazer como juízes, professores de Direito e advogados, trabalhando com o Direito e concretizando-o. É óbvio que isso deve ser feito por juízes imparciais, isentos de preconceitos ideológicos, e por advogados, que, certamente, devem agir na defesa dos interesses dos seus clientes mas que, ao mesmo tempo, devem ficar dentro do âmbito da boa-fé e da decência. Afinal, é isso também o que uma boa faculdade de Direito transmite a seus alunos, além de apenas lhes ensinar o Direito nos livros e na prática – ou seja, Direito e Justiça.

Permitam-me terminar esta palestra com um rápido exame das estratégias jurídicas para efetivar as normas de conduta ética a membros do conselho e profissionais. Recentemente a antiga máxima segundo a qual uma norma jurídica é boa na medida de sua eficácia prática (*enforcement*) vem acertadamente ganhando força. A Comissão Européia também incluiu isso na Agenda Européia, na Lei Antitruste, assim como em várias outras áreas da política legal e de harmonização européias.

5. Estratégias jurídicas para efetivar normas de conduta ética a membros do conselho e profissionais

5.1 O dever de informar

Muitos de vocês conhecem o famoso aforismo do posteriormente Ministro da Suprema Corte dos Estados Unidos, *Brandeis*, que escreveu, no seu celebrado livro *Other People's Money (Dinheiro dos Outros)*, de 1914: “A publicidade é, com

justiça, louvada como remédio para doenças sociais e industriais. A luz do sol é considerada o melhor dos desinfetantes; a luz elétrica, o policial mais eficiente”. A estratégia de utilizar o dever de informar como instrumento de regulamentação é bem mais antiga que isso. No direito societário remonta aos tempos das reformas gladstonianas de 1844 e 1845, na Inglaterra. Mas a mesma idéia floresceu por toda a Europa. O famoso reformador prussiano, *Hanse-mann*, defendeu a aplicação do dever de informar às companhias ferroviárias e deu os seguintes argumentos: “Entre os meios pelos quais a administração de uma grande companhia por ações possa ser mantida obediente à lei e eficiente, há de se contar com que ela deva ser exposta ao público até certo grau. Este é o controle mais efetivo. Em nenhum Estado, qualquer que seja a constituição política que possua, pode-se encontrar um motivo que justifique não permitir este tipo de controle”. Desde então o dever de informar tem sido usado como o tipo de regulamentação mais compatível com a economia de mercado, porque é o que menos interfere com a liberdade e a concorrência.¹³ O dever de informar é particularmente útil se um tipo de conduta pode ainda não ser comumente considerado antiético. Se essa conduta for levada ao conhecimento dos acionistas, do cliente, da empresa financeira e do grande público, então, esses eleitorados (*constituencies*) ou fóruns (*fora*) servirão como um tipo de convenção política (*caucus*) que a avaliará publicamente. Esta avaliação pública é apropriada para estabelecer padrões de conduta ética, mediante sanções à reputação ou, no caso de companhias e administradores, até mesmo sanções econômicas. Cedo ou tarde os legisladores aparecerão

13. K. J. Hopt, “Disclosure rules as a primary tool for fostering party autonomy – Observations from a functional and comparative legal perspective”, in S. Grundmann/W. Kerber/S. Weatherhill (eds.), *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*, Berlim/Nova York, De Gruyter, 2001, p. 246.

com algum tipo de codificação. Este é um meio suave e democrático de se ligar Direito e Ética, não apenas na legislação societária e de mercado de capitais, mas, bem além, na economia como um todo e na arena política.

5.2 A estratégia do consentimento

O dever de informar não funciona sempre. Os códigos de *corporate governance*^{XI} modernos demonstraram isso bem claramente. Muitos desses códigos se fiam no princípio “informe ou sujeite-se” (*disclose or comply*) ao que o código recomenda. O código alemão de *corporate governance* recomendou a revelação individual da remuneração paga a cada um dos membros do conselho. Os conselheiros não gostaram nada disso, e por boas razões. O que ocorreu, então, foi que a maioria das principais companhias alemãs preferiu informar que não iria seguir a recomendação, ao invés de acatá-la, evitando, assim, uma discussão pública. Isso ficou ainda mais compreensível quando algumas pesquisas econômicas recentes mostraram que o efeito causado pela referida informação não afetou o preço das ações das empresas; e, mesmo que tivesse afetado, a notícia de inobservância do código tornou-se rapidamente ultrapassada. Em consequência, os legisladores alemães decidiram transformar a revelação individual da remuneração, antes uma mera recomendação do código, em norma cogente inserida na Lei das Sociedades por Ações.

É evidente que há uma maneira mais suave que simplesmente impor, mediante

XI. Os tradutores, por amor à língua portuguesa e, sobretudo, à estética, recusam-se a adotar a grotesca tradução que o servilismo de alguns de nossos administradores de empresas impingiu a essa expressão, sem atentar para o sentido das palavras na língua inglesa e na nossa. Uma tradução aceitável seria “gestão compartilhada da companhia”, ou “da empresa”; ou, mesmo, “governo das sociedades”, ou “das empresas”, como a expressão foi traduzida em Portugal e na França, respectivamente.

lei, um comportamento ético desejável. Como vimos mais acima, quando discutimos casos de conflitos de interesses entre o representado e o representante (*the principal and the agent*), a estratégia do consentimento pode ser um meio útil se, isoladamente, o dever de informar não parecer suficiente. Aqueles que são afetados pelo comportamento dos membros do conselho ou do *agent* são chamados a decidir se aceitam, ou não, o comportamento em questão, seja com ou sem *quid pro quo* de fato ou de direito. Obviamente, essa decisão só fará sentido se os representados obtiverem todas as informações pertinentes, mediante a revelação de todos os fatos relevantes para tal. O efetivo significado disso foi desenvolvido, em detalhe, pela teoria da informação econômica (*economic disclosure*) e por uma rica quantidade de precedentes no direito societário, bancário, de mercado de capitais e dos profissionais do mercado.

5.3 Processualização em contextos decisórios imprecisos (fuzzy decision-making contexts)

Há uma última estratégia interessante, para a qual eu gostaria de chamar a atenção dos Srs., antes de encerrar a palestra. É a que é chamada, na teoria regulatória, de *processualização em contextos decisórios imprecisos*. Permitam-me dar um exemplo. Como vimos, atos no interesse próprio praticados pelo conselho não são apenas difíceis de prevenir, mas podem, inclusive, ser difíceis de identificar. Tome-se a reação de um conselho quando uma tomada hostil de controle (*hostile takeover*) ameaça o *status quo* da companhia.¹⁴ Quase sempre os membros do conselho de administração

14. K. J. Hopt, “Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken”, *ZGR* 2002, p. 333. Para uma versão abreviada em Inglês, v. K. J. Hopt, “Takeovers, secrecy and conflicts of interest: problems for boards and banks”, in J. Payne (ed.), *Takeovers in English and German Law*, Oxford, Hart, 2002, p. 33.

da companhia visada argumentarão que é melhor deixar as coisas como elas estão, que o ofertante quer dismantelar ou até pilhar a companhia e que, mesmo que o preço da oferta seja bom e os acionistas queiram vender, a oferta deve ser recusada, pois assim conseguirão obter mais dinheiro para os acionistas da companhia. Dessa perspectiva, os conselheiros parecem ser os melhores representantes dos acionistas. Mas essa perspectiva é muito estreita. Os próprios conselheiros têm um agudo interesse em não perder seus empregos, como acontece freqüentemente após uma bem-sucedida tomada hostil de controle, sendo praticamente impossível descobrir se eles estão agindo no interesse próprio ou no interesse dos acionistas. Uma maneira de sair desse dilema é proibir os conselheiros de frustrarem a oferta e submeter a decisão de tomar medidas defensivas a outro órgão. Podem ser tanto os próprios acionistas, reunidos em assembléia-geral, que deliberam sobre a matéria, quanto os membros independentes do conselho de administração, assim entendidos aqueles que não têm relações financeiras ou pessoais com os membros do conselho de direção ou com a companhia, além dos seus próprios cargos.

Minha intenção, aqui, não é a de avaliar a efetividade de se ter conselheiros independentes. Eles podem se sentir em dívida para com os membros do conselho de direção que os indicaram para os respectivos cargos e, mesmo que sejam efetiva e inteiramente independentes, podem ter muito pouco conhecimento sobre a companhia e seu funcionamento interno. O que importa é que, dessa maneira, o conflito de interesses não é resolvido diretamente por uma norma sobre o que deve ser feito, mas, mais propriamente, por um procedimento específico que transfere a decisão para uma outra etapa ou a submete a uma outra instância. Essa estratégia pode ser encontrada em muitos casos em que difíceis questões éticas devem ser decididas. Nas profissões liberais freqüentemente órgãos

compostos pelos próprios profissionais (*self-regulatory professional bodies*) são chamados a dar conselhos e até a tomar decisões. Esse é o caso, por exemplo, de advogados e contadores. Pense-se também nos comitês de ética que existem em universidades e hospitais.

6. Conclusão

Permitam-me encerrar. “Direito e Ética” constitui um tema antigo, que continua ainda mais oportuno hoje em dia. Exce-tuados alguns princípios éticos fundamentais, tais como os 10 Mandamentos, que permanecem iguais, os novos desenvolvimentos e circunstâncias da vida moderna conduzem a muitas questões éticas novas. Aquilo que pode ter sido considerado prática profissional aceitável, numa etapa inicial de desenvolvimento, pode, depois, vir a ser considerado antiético se os padrões forem adequadamente refinados. Ainda outra questão é até que ponto o comportamento ético deve ser objeto de regulamentação jurídica. O Direito não pode exigir que os seres humanos pratiquem o bem; caso contrário, nós nos encontraríamos de volta à Idade Média, ou em estados fundamentalistas. O Direito regulamenta apenas aquilo que é necessário para a convivência na sociedade moderna – o que, num ambiente globalizado, exige mais tolerância que nunca. Numa economia de mercado é vital que membros de conselhos de administração e profissionais ajam como *agents* de seus respectivos representados, sem que seus atos sejam maculados por interesses próprios. Isso protege os acionistas e clientes numa situação de desequilíbrio de informações, impedindo que sejam trapaçados pelas pessoas em quem confiam. Essa convicção, em contrapartida, cria a confiança necessária para que o público entregue suas economias aos cuidados das companhias e seus negócios aos cuidados de profissionais. Ao mesmo tempo, se o interesse pessoal for descartado, a concorrên-

cia poderá atuar muito melhor, pois, então, será apenas o desempenho funcional ou profissional dos *agents* que será julgado.

Numa sociedade moderna, com economia de mercado, essa é a melhor solução para os indivíduos e para a comunidade.

COMO VALORES MOBILIÁRIOS

1. Introdução. O presente trabalho tem por objetivo apresentar uma análise crítica dos aspectos jurídicos e econômicos da criação dos valores mobiliários, bem como a sua classificação e a forma de sua emissão e circulação.

1. Introdução. Este trabalho tem por objetivo apresentar uma análise crítica dos aspectos jurídicos e econômicos da criação dos valores mobiliários, bem como a sua classificação e a forma de sua emissão e circulação.

1. Introdução

O presente trabalho tem por objetivo apresentar uma análise crítica dos aspectos jurídicos e econômicos da criação dos valores mobiliários, bem como a sua classificação e a forma de sua emissão e circulação.

O presente trabalho tem por objetivo apresentar uma análise crítica dos aspectos jurídicos e econômicos da criação dos valores mobiliários, bem como a sua classificação e a forma de sua emissão e circulação.

Os valores mobiliários são aqueles que representam direitos de crédito ou de participação em uma entidade, emitidos por esta, e que são negociados no mercado financeiro. Eles são classificados em títulos de dívida e ações.

Os valores mobiliários são aqueles que representam direitos de crédito ou de participação em uma entidade, emitidos por esta, e que são negociados no mercado financeiro. Eles são classificados em títulos de dívida e ações.

Os valores mobiliários são aqueles que representam direitos de crédito ou de participação em uma entidade, emitidos por esta, e que são negociados no mercado financeiro. Eles são classificados em títulos de dívida e ações.

Os valores mobiliários são aqueles que representam direitos de crédito ou de participação em uma entidade, emitidos por esta, e que são negociados no mercado financeiro. Eles são classificados em títulos de dívida e ações.

Os valores mobiliários são aqueles que representam direitos de crédito ou de participação em uma entidade, emitidos por esta, e que são negociados no mercado financeiro. Eles são classificados em títulos de dívida e ações.

Os valores mobiliários são aqueles que representam direitos de crédito ou de participação em uma entidade, emitidos por esta, e que são negociados no mercado financeiro. Eles são classificados em títulos de dívida e ações.

Os valores mobiliários são aqueles que representam direitos de crédito ou de participação em uma entidade, emitidos por esta, e que são negociados no mercado financeiro. Eles são classificados em títulos de dívida e ações.

Os valores mobiliários são aqueles que representam direitos de crédito ou de participação em uma entidade, emitidos por esta, e que são negociados no mercado financeiro. Eles são classificados em títulos de dívida e ações.

Os valores mobiliários são aqueles que representam direitos de crédito ou de participação em uma entidade, emitidos por esta, e que são negociados no mercado financeiro. Eles são classificados em títulos de dívida e ações.

Os valores mobiliários são aqueles que representam direitos de crédito ou de participação em uma entidade, emitidos por esta, e que são negociados no mercado financeiro. Eles são classificados em títulos de dívida e ações.