

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO

A APLICAÇÃO DA BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO BRASILEIRO

THAIS RODRIGUES GALVÃO

Rio de Janeiro  
2019/2º SEMESTRE

THAIS RODRIGUES GALVÃO

A APLICACAO DA BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO BRASILEIRO

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Vinícius Figueiredo Chaves**

Rio de Janeiro  
2019/2º SEMESTRE

## CIP - Catalogação na Publicação

GA146a Galvão, Thais Rodrigues  
A aplicação da business judgment rule no  
ordenamento brasileiro / Thais Rodrigues Galvão. --  
Rio de Janeiro, 2019.  
92 f.

Orientador: Vinícius Figueiredo Chaves.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade  
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2019.

1. regra da decisão negocial. 2. deveres  
fiduciários. 3. administradores. 4. direito  
societário. I. Chaves, Vinícius Figueiredo, orient.  
II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

THAIS RODRIGUES GALVÃO

A APLICAÇÃO DA BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO BRASILEIRO

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Vinícius Figueiredo Chaves**.

Data da Aprovação: \_\_ / \_\_ / \_\_\_\_.

Banca Examinadora:

---

Orientador

---

Membro da Banca

---

Membro da Banca

Rio de Janeiro  
2019/2º SEMESTRE

## AGRADECIMENTOS

Nesse instante, cabe agradecer aqueles que foram minha fonte de amor, apoio e me fizeram conseguir chegar até aqui.

Agradeço em primeiro lugar a Deus que iluminou o meu caminho durante esta caminhada.

Agradeço à minha mãe, por me dar a força diária e me ensinar a ser uma mulher determinada e corajosa.

Agradeço ao meu pai, por sempre me fazer sorrir, independentemente da situação, com suas piadas e seu jeito único de ser.

Agradeço à minha avó Neide e minha tia Paula, por estarem sempre presentes em todos os momentos, nada seria possível sem vocês.

Agradeço aos meus amigos, pelas alegrias, tristezas e dores compartilhadas.

Agradeço ao meu orientador Vinicius Chaves por aceitar conduzir o meu trabalho de pesquisa.

Por último, agradeço à Faculdade Nacional de Direito por me ajudar a construir quem sou hoje, pelo crescimento intelectual e pessoal.

## RESUMO

A business judgment rule é um standard de revisão desenvolvido por Tribunais norte-americanos para a solução de casos nos quais os acionistas ou a companhia pleiteiam a responsabilização dos administradores por decisões negociais tomadas na administração da sociedade. Isso porque, a atividade exercida pelos administradores de sociedades anônimas envolve a prática de uma série de atos de gestão não previamente ou exaustivamente definidos, estando sujeita, portanto, a uma margem de discricionariedade. Assim, a business judgment rule é um tema que merece ser mais estudado pelo Direito brasileiro, pois, verificada sua compatibilidade, poderá ser incorporada ao ordenamento pátrio. Desse modo, o objetivo desse trabalho é analisar a business judgment rule, a doutrina que protege os administradores contra responsabilização por prejuízos à companhia decorrentes de decisões por eles adotadas, para verificar: (i) se o standard foi recepcionado pela Lei das S.A.; (ii) se é aplicável no Brasil; e (iii) como é aplicado. A metodologia empregada foi a análise legal e jurisprudencial e revisão de bibliografia, além da análise das decisões proferidas pelo Colegiado da CVM e pelo Judiciário. Verificou-se que a business judgment rule é aplicável no Brasil. Ademais, constatou-se que seus princípios e elementos têm sido aplicados pela CVM.

Palavras-chave: Direito societário; administradores; deveres fiduciários; regra da decisão negocial.

## ABSTRACT

The business judgment rule is a standard of review developed by the United States Courts to decide cases in which the shareholders or the company seek to impose liability on the directors for business decisions taken by the Board of Directors. Because, the activity rendered by managers ahead of corporations contemplate series of acts not previously or thoroughly defined, being subjected, therefore, to a discretionary margin. Therefore, the business judgment rule is a matter that deserves to be further studied by Brazilian law, since it could be incorporated into the Brazilian legal framework if deemed compatible. Thus, this study will analyze the business judgment rule, a doctrine that protects directors against liability for damages to the company arising from their acts, in order to verify (i) whether the Brazil Corporate Law (Lei das S.A.) adopted the standard; (ii) whether the standard is compatible with Brazil's legal framework; and (iii) how it is applied. The method employed was legal and jurisprudential analysis and bibliography review, as well as an analysis of the decisions by the CVM and judiciary. It was verified that the business judgment rule is applicable in Brazil. Furthermore, it was found that its principles and elements have been applied by CVM.

Keywords: Corporate law; managers; fiduciary duties; business judgment rule.

## **LISTA DE ABREVIATURAS**

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Lei das S.A	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TJRJ	Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro
TJSP	Tribunal de Justiça de São Paulo
PAS	Processo Administrativo Sancionador



## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
1. A ASSUNÇÃO DE RISCO EMPRESARIAL.....	13
1.1 Decisão.....	15
1.2 Deveres dos administradores.....	16
1.3 Responsabilidade do Administrador.....	31
2. BUSINESS JUDGMENT RULE.....	33
2.1 Origem.....	38
2.2 Aplicação no direito norte-americano.....	41
2.3 Presunção.....	44
2.4 Requisitos.....	46
3. BUSINESS JUDGMENT RULE NO ORDENAMENTO BRASILEIRO.....	54
3.1 Diferenças na aplicação da regra no direito brasileiro.....	57
3.2 Aplicação da regra além do artigo 159, §6º da Lei das S.A. ....	62
4. APLICAÇÃO DA BUSINESS JUDGMENT RULE PELO JUDICIÁRIO E PELA CVM.....	69
4.1 Aplicação pela CVM.....	69
4.2 Aplicação pelo Jucidiário.....	80
CONCLUSÃO.....	86
REFERÊNCIAS.....	88

## INTRODUÇÃO

A responsabilidade civil dos administradores é, no plano teórico, um dos principais pilares do regime jurídico das sociedades anônimas. Isso porque, a partir do momento em que essas sociedades conseguem reunir grandes montantes de recursos, alcançar alto número de investidores, a sua administração se dá por pessoas que, normalmente, não são necessariamente os seus sócios. A discussão sobre a responsabilidade desses administradores, portanto, torna-se questão marcada por relevância teórica e prática.

Para ilustrar a atividade arriscada de administração de sociedades empresárias, Bernard Black narra o seguinte caso:

Imagine uma companhia cuja decisão estratégica incluía, neste ano, o gasto de 10 bilhões de dólares para construir várias novas fábricas, para vender produtos que eles ainda não desenvolveram, para consumidores que eles ainda não tem. (...) O diretor presidente da companhia foi citado na imprensa financeira, onde ele descreve essa estratégia (parafrazeando minimamente) como dirigir um carro a 150 quilômetros por hora, em uma estrada montanhosa sinuosa, no escuro, com as luzes desligadas, tentando não bater. Essa estratégia é certeza de um acidente, cedo ou tarde. (...) Tem um detalhe nessa história. A companhia é a Intel, que é uma das mais bem sucedidas companhias do mundo<sup>1</sup>.

No caso em questão, os riscos eram volumosos, tendo em vista que a estratégia da companhia só teria sucesso se o mercado crescesse 30% ao ano e seus engenheiros conseguissem solucionar todas as dificuldades técnicas e transformassem o planejamento de novos produtos em produtos reais que pudessem ser produzidos em massa e em tempo razoável.

Se a estratégia fosse bem-sucedida, ela seria reproduzida em uma escala maior no ano seguinte. Caso contrário, as fábricas construídas ficariam ociosas e seus

---

<sup>1</sup> BLACK, Bernard. The Core Fiduciary Duties of Outside Directors. *Asia Business Law Review*, Singapore, p. 3-16, July 2001, p. 16-17, trad. Livre transcrita em: CVM. Processo Administrativo Sancionador (PAS) 21/2004. Diretor relator Pedro Oliveira Marcilio de Sousa. 15.05.2007.

equipamentos, obsoletos em cinco anos. No entanto, a sociedade empresária em questão é atualmente uma das maiores e mais sucedidas companhias do mundo.

Portanto, em cenários como esse os administradores assumem posição de destaque, no entanto são impostos a eles diversos deveres, que, uma vez inadimplidos, podem ensejar-lhes responsabilização. Contudo, de um lado os acionistas esperam que os administradores tomem as melhores decisões com a finalidade de impulsionar a obtenção de lucros pela companhia, de outro, investimentos muito lucrativos em grande parte decorrem de escolhas arriscadas.

Ocorre que, ao tomarem decisões arriscadas, esses profissionais estão sujeitos ao fracasso e quando uma decisão arriscada resulta em prejuízos para a companhia, é natural que os prejudicados procurem por um culpado visando à reparação das perdas relativas às operações fracassadas, questionando as suas decisões e o que poderia ter sido feito.

Assim, cabe avaliar se seria razoável a responsabilização dos administradores por decisões fracassadas em razão de fatores, que apesar de estudados e analisados minuciosamente, muitas vezes lhes são alheios e imprevisíveis.

Diante disso, há o questionamento se seria razoável um juiz entrar no mérito da decisão do administrador e responsabilizá-lo pelos prejuízos causados, mesmo em se tratando de uma decisão tomada de boa-fé. Ademais, após a tomada de decisão e com todas as informações disponíveis, inclusive conhecendo o resultado de todas as alternativas, seria muito mais fácil condenar a conduta do administrador que trouxe prejuízos para a companhia.

A *business judgment rule* originada e desenvolvida pelas cortes inglesas e norte-americanas, foi elaborada com a finalidade de proteger a discricionariedade dos administradores de companhias. Desse modo, ela visa permitir que os mesmos realizem operações arriscadas sem o fantasma de serem responsabilizados pessoalmente caso os resultados de suas decisões sejam negativos.

Nesse sentido, o presente trabalho visa avaliar se *business judgment rule* é congruente com o ordenamento jurídico brasileiro e, portanto, aplicável aos casos que

envolvem a responsabilização dos administradores das companhias, principalmente, quando se inserem em um cenário de dispersão acionária.

Para tanto, em um primeiro momento, buscar-se-á contextualizar a tomada de decisão empresarial, demonstrando as dificuldades que permeiam o exercício da atividade de administração de companhias. Ademais, serão abordadas as regras de responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas e os principais deveres de conduta a que se submetem os administradores com relação ao desempenho de suas funções na companhia. Pretende-se também dissertar sobre os deveres de diligência, lealdade, qualificar, vigilância, investigar e intervir.

No segundo capítulo pretende-se abordar a origem da *business judgment rule* e a sua aplicação no direito norte-americano. Em seguida, serão analisados suas principais características e requisitos. Desse modo, pretende-se estabelecer os limites de atuação desses administradores e determinar os parâmetros para a aplicação da *business judgment rule*.

O capítulo três será estudado a recepção da *business judgment rule* pelo ordenamento jurídico brasileiro, notadamente no que se refere à lei das Sociedades por ações. Para isso, será exposto como a maior parte da doutrina nacional entende ter sido a regra prevista pela Lei das S.A.

Por fim, no último capítulo, por meio de estudos de casos, será analisada a utilização da regra pela CVM no âmbito do julgamento de processos administrativos sancionadores, bem como a atuação do Poder Judiciário brasileiro em litígios envolvendo decisões negociais malsucedidas.

## 1. A ASSUNÇÃO DE RISCO EMPRESARIAL

Os administradores das sociedades anônimas possuem uma máxima de que “ sem riscos, não há lucros”. Isso porque, a tomada de riscos, muitas vezes, é essencial a atividade empresarial.

No entanto, a tomada de riscos, principalmente nas sociedades anônimas abertas, em que a administração se dá por profissionais que, normalmente, não são necessariamente sócios, torna-se uma questão preocupante.

Os acionistas dessas sociedades, ao adquirirem as suas ações, visam principalmente ao lucro. Desse modo, esperam que os administradores tomem decisões coerentes visando ao crescimento da sociedade e a maior distribuição possível de dividendos. Contudo, quando um administrador ao tomar uma decisão arriscada acaba gerando prejuízos a companhia, os acionistas costumam indicá-lo como culpado com a finalidade de tentar reverter o prejuízo gerado.

A tomada de decisão, seja ela organizacional ou negocial, é intrínseca a atividade de administrador. O processo pelo qual o administrador tomou uma determinada decisão é o principal foco dos tribunais norte-americanos para a aplicação da *business judgment rule*.

Ademais, é necessário levar em consideração que o processo decisório é marcado por riscos, incertezas e complexidade. Outrossim, apesar de ser considerada negativa em alguns casos, a tomada de risco muitas vezes é essencial para que se possa vislumbrar o lucro e a companhia possa alcançar patamares superiores.

Por exemplo, um dos motivos pelos quais o crescimento do Brasil tem sido abaixo das expectativas se dá pela baixíssima capacidade de produção do país, o que está intimamente ligado à sua igualmente baixíssima capacidade de inovação. Assim apontam Menezes Filho e Kannebley Junior:

Conforme indicadores oferecidos pelo ministério da Ciência, tecnologia e Inovação (MCTI), o Brasil ocupa uma posição relativamente atrasada

internacionalmente. Em 2009, os gastos com P&D [pesquisa de desenvolvimento] no Brasil girava em torno de 1,17% do PIB, enquanto países como Estados Unidos e Alemanha gastavam 2,9% e 2,8% do PIB, respectivamente. Os dispêndios relativos ao Brasil são similares aos da Rússia (1,25%) e Itália (1,26%), mas inferiores aos da China (1,7%) e Coreia (3,6%), por exemplo. [...] Pesquisas recentes têm enfatizado a importância de gestão moderna para a inovação e o crescimento da produtividade. Estudos comparando as firmas brasileiras com as de outros países mostram que é bem pequena a proporção de firmas industriais brasileiras que adotam práticas mais avançadas de resolução de problemas, gerenciamento de recursos humanos, estabelecimento de metas e acompanhamento de resultados. Todos esses fatores fazem com que o crescimento da produtividade da nossa indústria de transformação tenha ficado muito aquém dos países mais desenvolvidos.<sup>2</sup>

Outrossim, até mesmo companhias, consagradas no mercado e com administradores com vasta experiência, já sofreram com significativas perdas ao investirem em territórios desconhecidos, conforme demonstram Rita McGrath e Ian Macmillan:

O conhecimento dos negócios está cheio de histórias sobre empresas inteligentes que sofreram enormes perdas quando entraram em território desconhecido – novas alianças, novos mercados, novos produtos, novas tecnologias. A incursão da Walt Disney Company em 1992 na Europa, com o seu parque temático, acumulou perdas de mais de US \$ 1 bilhão em 1994. O Zapmail, um produto de fax, custou à Federal Express Corporation US \$ 600 milhões antes de ser descartado. A Polaroid perdeu US \$ 200 milhões ao se aventurar em filmes instantâneos. Por que esses esforços frequentemente derrotam até empresas inteligentes? Uma resposta óbvia é que os empreendimentos estratégicos são inerentemente arriscados: a probabilidade de falha simplesmente vem com o território. (tradução livre).<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> MENEZES FILHO, Naercio; KANNEBLEY JUNIOR, Sérgio. Abertura Comercial, Exportações e Inovações no Brasil. In: VELOSO, Fernando; FERREIRA, Pedro Cavalcanti; GIAMBIAGI, Fabio; PESSÔA, Samuel. **Desenvolvimento Econômico: uma Perspectiva Brasileira**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p.417-419).

<sup>3</sup> Business lore is full of stories about smart companies that incur huge losses when they enter unknown territory – new alliances, new markets, new products, new technologies. The Walt Disney Company's 1992 foray into Europe with its theme park had accumulated losses of more than \$1 billion by 1994. Zapmail, a fax product, cost Federal Express Corporation \$600 millions before it was dropped. Polaroid lost \$200 million when it ventured into instant movies. Why such efforts often defeat even experienced smart companies? One obvious answer is that strategic ventures are inherently risky: the probability of failure simply comes with the territory. (MCGRATH, Rita Gunter; MACMILLAN, Ian C. **Discovery-Driven**

A tomada de riscos é intrínseca a economia capitalista, que valoriza a concorrência e privilegia o mercado competitivo. Desse modo, segundo a economia capitalista a avaliação e a correção de uma decisão negocial considerada ruim deve ser do próprio mercado.

Assim, torna-se necessário resguardar os administradores de uma eventual responsabilização por conta de uma decisão honesta e diligente, mesmo que essa decisão tenha gerado grandes danos para a companhia.

A responsabilização dos administradores por danos causados no exercício de suas atribuições encontra uma dificuldade prática importante: como pode o juiz avaliar o mérito das decisões gerenciais contando com o viés da passagem do tempo? Isso os transformaria em “engenheiros de obra feita”, levando-os a responsabilizar os administradores por condutas que se mostraram desastrosas, embora na época da tomada da decisão era considerada razoável.

Destaca-se que os julgadores não são administradores e não tem conhecimento das especificidades da cada sociedade e do seu procedimento decisório. Por esse motivo, não são os mais indicados para analisar o mérito das decisões negociais. Desse modo, não seria justo que eles estabelecessem como os administradores deveriam ter agido naquela situação para evitar eventual prejuízo. A análise dos juízes, então, deve se ater à legalidade do procedimento decisório.

### 1.1 Decisão

O administrador ao tomar uma determinada decisão precisa ter em mente que existe um universo de possíveis consequências para cada ação tomada. Ocorre que, mesmo que essa decisão seja apoiada e informada e todas as possíveis possibilidades tenham sido analisadas, nem sempre é possível determinar previamente todos os resultados de uma ação e qual será a sua consequência final.

Outrossim, por mais que a decisão seja informada e refletida, ela pode causar prejuízos devido a atuação de outros agentes. Portanto, ao tomar uma decisão o administrador precisa levar em consideração não apenas as condições da companhia e do mercado, mas também as possíveis decisões que serão tomadas pelos seus oponentes. Desse modo, a atuação das companhias concorrentes é um fator que pode gerar prejuízos a companhia sem que seja verificada qualquer grau de culpa na atuação dos seus administradores.

## 1.2 Deveres dos administradores

Para que uma pessoa jurídica atue como sujeito de direitos e obrigações é necessário a conduta de um determinado indivíduo por meio da qual a sociedade se faça presente e esse sujeito é o seu administrador e a sua ação ou omissão é interpretada como uma ação ou omissão da própria pessoa jurídica.

Os poderes dos administradores das companhias para a sua administração devem ser definidos, quanto a sua extensão no estatuto social. Contudo, o direito positivo em vigor trata de deveres funcionais, independentes de previsão estatutária, chamados de deveres fiduciários dos administradores, conforme demonstrado por Marlon Tomazette:

Os administradores de uma sociedade anônima têm diversos poderes, que devem ser exercidos no interesse da companhia satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. Para garantir o bom exercício desses poderes, a lei impõe uma série de deveres para os acionistas<sup>4</sup>.

Ademais, a obrigação dos administradores de sociedades anônimas, trata-se de uma obrigação de meio. Desse modo, sua obrigação consiste apenas em administrar a companhia, sem a necessidade de angariar lucros.

A obrigação de resultado tem como objetivo a realização de uma atividade que visa obter um resultado claro e definido e o seu adimplemento ocorrerá somente se o objetivo previamente pactuado for atingido. Como por exemplo a contratação de um empreiteiro para a realização e entrega de obra certa e finalizada. Neste tipo de obrigação

---

<sup>4</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Teoria geral e direito societário**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 538.



é esperado que o empreiteiro cumpra a sua obrigação da melhor forma possível para garantir a entrega da obra finalizada.

Nas obrigações de meio, por outro lado, é esperado que o devedor se utilize de prudência e todo cuidado possível para que o resultado esperado contratado seja alcançado. Como por exemplo, a contratação de um médico para a cura de uma doença, cuja remuneração não estará atrelada a um resultado, mas sim o comprometimento de que o devedor fará o melhor que puder no exercício de suas funções. Nesse caso, o médico somente poderia ser responsabilizado se ele de alguma forma tivesse colaborado para o insucesso do resultado, ou seja, tivesse agido de forma dolosa. Conforme Caio Mário da Silva Pereira "... nas [obrigações] de meio, a inexecução caracteriza-se pelo desvio de certa conduta ou omissão de certas precauções a que alguém se comprometeu, sem se cogitar do resultado final"<sup>5</sup>.

Portanto, no caso dos administradores, a sua obrigação não consiste em gerar mais lucro, mas sim empreender os seus melhores esforços para cumprir com a finalidade lucrativa da companhia. Logo, para que eles sejam responsabilizados, os acionistas devem provar que os prejuízos foram resultados da sua atuação culposa.

Segundo Adamek, "o administrador obriga-se apenas a adotar comportamento apropriado, com a diligência requerida, para a consecução de determinado fim, [...] mas não se obriga pela efetiva obtenção de resultado"<sup>6</sup>.

### 1.2.1. Dever de diligência

O dever e diligência é o dever basilar de todos os deveres fiduciários dos administradores. Esse dever está previsto no ordenamento brasileiro no art. 153 da Lei 6.404/76: "O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções,

---

<sup>5</sup> PEREIRA, Caio Mario da Silva. **Teoria Geral Das Obrigações**, vol. II, Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2006. p. 214.

<sup>6</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 132. Ainda segundo o autor, "o que os acionistas legitimamente podem esperar e exigir, sim, é que os administradores atuem de forma idônea a cumprir com a finalidade lucrativa da companhia, mas não podem pretender responsabilizá-los por não terem feito fortuna. Ou seja, os administradores não se obrigam a obter resultados econômicos positivos, senão a realizar atividade apropriada e voltada para esse fim. Logo, o dano sofrido pela companhia não basta, por si só, para deflagrar o dever de indenizar" (Ibid., p. 133).

o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios"<sup>7</sup>.

Cabe destacar que o artigo apesar de aparentar fazer referência ao modelo do bom pai de família como um padrão de conduta para os administradores, esse não seria o padrão mais adequado, tendo em vista que o bom pai de família seria uma pessoa avessa aos riscos, que não adotaria ideias inovadoras, fundamentais para a administração. Desse modo, a doutrina prefere adotar a figura do homem de negócios à do bom pai de família, conforme entende Luiz Antonio de Sampaio Campos:

(...) o comportamento do bom pai de família não se ajusta ao administrador da companhia. O modelo teórico do bom pai de família, proveniente do direito romano, remete a uma pessoa conservadora e avessa a riscos, preocupada mais em preservar o patrimônio do que em aumentá-lo. A estrutura da companhia pressupõe a propensão ao risco empresarial e, muitas vezes, a adoção de posturas criativas e inovadoras<sup>8</sup>.

Ao prever o dever de diligência no ordenamento nacional a legislação brasileira incorporou o *duty of care* do direito norte-americano, que defende que o administrador deve pautar a sua conduta pela boa-fé, atuando com os cuidados que uma pessoa normalmente prudente tomaria em circunstâncias similares de modo a atender da melhor maneira os interesses da companhia<sup>9</sup>.

Ademais, o dever de diligência não leva em consideração o resultado obtido pela sociedade empresária, mas sim o fato do administrador ter se esforçado para alcançá-lo. Desse modo, mesmo que a companhia obtenha um resultado negativo, isso não significa que o administrador faltou com o seu dever de diligência.

Por esse motivo, alguns doutrinadores entendem que o dever de diligência deve ser analisado caso a caso, como é o caso de Nelson Eizirik:

Não se pode, por exemplo, exigir de um conselheiro de administração o mesmo conhecimento sobre a gestão da companhia do que o de um diretor; como o

---

<sup>7</sup>BRASIL Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em: 2 de outubro de 2019.

<sup>8</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1101.

<sup>9</sup> HAMILTON, Robert W. **The law of corporations**. 5. ed. St. Paul: West Group, 2000, p. 447.

dever de diligência constitui um standard, ele deve ser apreciado, no caso concreto, tendo em vista a posição ocupada pelo administrador<sup>10</sup>.

O legislador tendo em vista a complexidade e a diversidade das situações que os administradores enfrentam ao administrar uma sociedade empresária, fixou um conceito aberto de dever de diligência no artigo 153 da Lei 6.404/76, pois a adoção de um sistema exemplificativo estabelecendo um rol de condutas recrimináveis, como o faz com o dever de lealdade, seria inviável.

Desse modo, ficou a cargo da doutrina e da jurisprudência a delimitação dos contornos do conceito do dever de diligência, que ao longo do tempo se desdobrou em: (i) dever de lealdade; (ii) dever de se informar; (iii) dever de se qualificar; (iv) dever de vigilância; (v) dever de investigar; e (vi) dever de intervir.

### 1.2.2 Dever de lealdade

Ao contrário das sociedades de pessoas, as quais o *affectio societatis* é uma das características principais, houve a necessidade de fixar o dever de lealdade nas sociedades anônimas. Dessa forma, o administrador deve servir com lealdade para com a sociedade e não se servir dela, sem sobrepor os seus interesses aos interesses da sociedade.

Tal dever é previsto no artigo 155 da Lei 6.404/76, que impões algumas vedações aos administradores, que são meramente enunciativas, não tendo o condão de esgotar a matéria:

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

---

<sup>10</sup> Eizirik, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. II, 2011. p. 349.

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

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

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

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.<sup>11</sup>

Portanto, os administradores não podem utilizar em benefício próprio ou de outrem as oportunidades que surjam em razão do cargo ocupado, pois há de prevalecer sempre o interesse social sobre o interesse individual dos administradores. Cabe destacar que não basta apenas a aplicação negativa do dever de lealdade, mas também que os administradores atuem ativamente na defesa da companhia, aproveitando todas as possíveis oportunidades em que haja o interesse da companhia.

Quanto ao dever de lealdade, é necessário ressaltar a tentativa de inibir o conflito de interesses previsto no artigo 156:

Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em: 2 de outubro de 2019.

<sup>12</sup> BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em: 2 de outubro de 2019.

Logo, caso haja algum conflito de interesse entre a companhia e o administrador, este não poderá intervir no negócio objeto da divergência de interesses, cabendo-lhe informar aos demais administradores do seu impedimento e sua extensão.

Ademais, com a finalidade de proteger os investidores e o mercado o dever de lealdade também se desdobra no dever de sigilo, isto é, os administradores não podem divulgar, usar, nem permitir que terceiros utilizem informações privilegiadas de que tomaram conhecimento em virtude do cargo. Destaca-se que se entende por informações privilegiadas aquelas que o público não dispõe e que podem influir na cotação dos valores mobiliários. O dever de sigilo tem por finalidade resguardar a lisura do mercado de capitais, garantindo que todos os investidores se mantenham em pé de igualdade, sem que nenhum deles seja beneficiado pelo conhecimento antecipado de informações internas da companhia.

A modalidade mais relevante de infração ao dever de lealdade, no caso das companhias abertas é a do *insider trading*, prevista no art. 157, § 3º da Lei 6.404/76, sendo tipificada no art. 27-D da lei 6.385/76:

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

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.<sup>13</sup>

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.<sup>14</sup>

O *insider trading* consiste nas palavras de Nelson Eizirik:

---

<sup>13</sup> BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em: 2 de outubro de 2019.

<sup>14</sup> BRASIL. Lei n. 6.385/76, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm)> Acesso em: 2 de outubro de 2019.

O uso indevido de informações confidenciais para negociar com valores mobiliários por parte de pessoas que estão “por dentro” dos negócios da companhia, como é o caso dos administradores, a preços que ainda não estão refletindo o impacto de certas informações relevantes, que são de seu exclusivo conhecimento. Assim agindo, o insider obtém o melhor preço: mais alto se estiver vendendo, mais baixo se estiver comprando<sup>15</sup>.

Logo, o dever de lealdade requer que os administradores evitem o conflito de interesse com a companhia e a auto negociação, agindo de boa-fé e no interesse da sociedade.

### 1.2.3 Dever de se informar

Como a atividade de administrar é eminentemente uma atividade decisória dentro de um espaço de discricionariedade, o administrador deve estar preparado para exercer essa atividade. Contudo, essa preparação não envolve apenas conhecimentos técnicos ou educação formal, isso porque o administrador não domina todos os conhecimentos técnicos em todas as áreas que necessita para formar sua decisão, mas sim utilizar informações advindas de diversas fontes, estas com as qualificações técnicas necessárias, para, combinando e ponderando todos os elementos, formar o seu convencimento.

Logo, a atuação do administrador envolve a combinação de informações internas vindas de diferentes departamentos da sociedade, bem como de informações externas, como fatores de mercado, perspectivas macroeconômicas, dentre outros. Assim, a função do administrador é a análise de informações relevantes para o negócio para, deste modo, tomar as decisões necessárias de forma fundamentada e refletida.

Portanto, o núcleo do dever de diligência está no dever de se informar adequadamente e, com base nas informações obtidas.

O caso *Smith v. Van Gorkom* julgado pela Suprema Corte de Delaware destacou o dever de se informar. O caso em questão versava sobre a deliberação pelos administradores da venda da companhia Trans Union Corporation sem que estivessem devidamente informados a respeito da operação. A Corte de Delaware entendeu que decisões negociais como essa não poderiam ser tomadas de maneira desinformada, de

---

<sup>15</sup> Eizirik, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. II, 2011. p. 370.

acordo com o julgado: “ O dever de um diretor de se informar na preparação de uma decisão deriva do seu capacidade fiduciária de servir a companhia e os seus acionistas (tradução livre)”<sup>16</sup>.

No mesmo caso, Alexandre Couto e Silva elencou os fatores que devem ser avaliados pelos julgadores a fim de determinar a quantidade de informações exigível para uma determinada decisão:

- (i) Magnitude e relevância da decisão a ser tomada;
- (ii) Tempo disponível para tomar a decisão;
- (iii) Custos envolvidos para obter as informações relevantes;
- (iv) Credibilidade das pessoas que forneceram as informações;
- (v) Situação dos negócios da companhia no momento em que a decisão foi tomada;
- (vi) Natureza de outras operações que, simultaneamente, estejam demandando a atenção e análise dos conselheiros;
- (vii) Se um administrador comum e prudente, em circunstâncias semelhantes, agiria da mesma maneira.<sup>17</sup>

O dever de se informar é citado no voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Souza, relator no Processo Administrador Sancionador 21/04, julgado em 2007:

Neste processo, a principal imputação é a de violação do dever de diligência – art. 153 da Lei 6.404/76. Os termos desse dispositivo enunciam conceitos jurídicos indeterminados, sem especificar critérios para sua aplicação aos casos concretos. Usualmente, as posições doutrinárias sobre esses dispositivos procuram analisar esses conceitos sem, ainda, estabelecer critérios para sua aplicação a casos concretos. Em sua atividade sancionatória, a CVM vem, ao longo do tempo, estabelecendo esses critérios. Entre eles, pode-se citar os seguintes: (...) (ii) não há violação ao dever de diligência, quando o administrador toma (ou deixa de tomar) uma decisão, se sua decisão é informada, refletida e desinteressada (Processos 2005/1443 15 e 2005/0097 16 , já citados);<sup>18</sup>

---

<sup>16</sup> “a director’s duty to inform himself in preparation for a decision derives from the fiduciary capacity in which he serves the Corporation and its stockholders”. *Smith v. Van Gorkom*, 488 A. 2d 858 (1985).

<sup>17</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S.A.: *business judgment rule***. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 155.

<sup>18</sup>Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/04, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 15 mai. 2007.

No mesmo voto, cabe ressaltar também o reconhecimento de que a informação não é perfeita, ou seja, as decisões normalmente são tomadas com base em informações limitadas:

(ii) reconhecimento de que (a) as decisões dos administradores são tomadas com uma quantidade limitada e imperfeita de informações, inclusive com relação ao desenvolvimento futuro dos fatos e às informações não conhecidas ao tempo da tomada da decisão negocial, e (b) o tempo dos administradores é limitado e deve ser por ele alocado para a tomada de diferentes decisões, com isso, a revisão posterior dos atos tomados sob essas condições é sempre feita a partir de uma quantidade não similar de tempo;

Destaca-se que toda informação representa um custo para a sociedade. Logo, o administrador não está obrigado a despender recursos ilimitados da sociedade na busca de informações completas para cada decisão que deve tomar. É necessário estabelecer um nível eficiente de informação.

Sob esse aspecto, o dever de diligência determina que o administrador se mune das informações necessárias para a tomada de decisão, especialmente aquelas informações de maior relevância e acesso<sup>19</sup>. No entanto, não é plausível exigir que o administrador reúna todas as informações existentes antes de qualquer decisão.

Outrossim, deve-se levar em consideração a atividade dinâmica do mercado. Desse modo, uma decisão tomada de forma lenta pode ser muito prejudicial e em certos casos pode ser menos custoso tomar uma decisão desinformada, mas rápida, do que esperar recolher uma grande quantidade de informações para enfim decidir sobre um determinado negócio.

Cabe ressaltar que cabe ao administrador o juízo de quanta informação seria necessária para a tomada de determinada decisão e deve ser analisada casuisticamente.

#### 1.2.4 Dever de se qualificar

O dever de se qualificar deve ser dividido em dois momentos: um antes da investidura do cargo e outro no decorrer do exercício de administração da companhia.

---

<sup>19</sup> Ribeiro, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 226-227.



Logo, o primeiro momento consiste em um requisito para a investidura do cargo, tendo em vista que não é razoável que um indivíduo venha a se tornar administrador sem que possua uma mínima qualificação para o cargo. Cabe a ele, caso não seja suficientemente qualificado para a função recusá-la. Nelson Eizirik ensina que:

O administrador deve ter ou adquirir os conhecimentos mínimos sobre as atividades da companhia e a competência necessária ao desempenho de suas funções, com capacidade técnica par tomar decisões de maneira refletida e responsável. Assim, se o administrador não possui conhecimentos mínimos que lhe permitam dirigir os negócios sociais, não deve aceitar o cargo<sup>20</sup>.

O segundo momento, após a investidura do cargo, traz consigo a necessidade de manutenção da qualificação supracitada, tendo em vista que o administrador deve se manter atualizado dentro dos campos de conhecimento exigidos pelo exercício da atividade administrativa. No entanto, é importante a ressalva de Otávio Yazbek, segundo o doutrinador, nas grandes companhias contemporâneas, não há como se presumir uma especialização igualmente abrangente e aprofundada por parte de todos os administradores. Assim, por exemplo, um conselheiro especializado em distribuição comercial no varejo pode ter dificuldades para compreender complexas operações financeiras<sup>21</sup>.

O autor, então, propõe a atribuição de responsabilidade ao administrador de acordo com “o seu grau de especialização e a natureza dos problemas ocorridos”<sup>22</sup>.

#### 1.2.5 O dever de vigilância

O dever de vigilância, também chamado de dever de monitoramento, consiste na obrigação do administrador de acompanhar os negócios de sua companhia. Trata-se de

---

<sup>20</sup> EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A Comentada**. Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 353.

<sup>21</sup> YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: Kuyven, Luiz Fernando Martins (Org.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo. Saraiva, 2012, p. 958.

<sup>22</sup> *Ibidem.*, p. 958.

“uma vigilância geral, no sentido de monitorar o andamento dos negócios e a execução das deliberações e decisões tomadas”<sup>23</sup>.

Nelson Eizirik possui o mesmo entendimento:

Não se exige dos administradores a supervisão de cada uma das atividades desenvolvidas pela companhia, mas o acompanhamento geral dos negócios sociais e de suas políticas ou procedimentos internos.<sup>24</sup>

Portanto, a responsabilidade, por óbvio, não pode ser absoluta, tendo em vista que alguns atos não chegarão ao seu conhecimento ou que sequer poderiam ser de seu conhecimento. Logo, deve ser questionado se o administrador deveria (ao menos em tese) saber de determinada situação. Desse modo, não se exige dos administradores uma vigilância sobre os hábitos específicos e singulares do dia a dia da companhia, mas sim um acompanhamento geral.

O dever de vigilância é constantemente analisado junto com o dever de se informar, como ocorreu no julgamento do Caso Sadia (Processo Administrativo Sancionador 18/2008) julgado pela Comissão de valores Mobiliários, que condenou os membros do Conselho de Administração daquela companhia pela falta de acompanhamento dos negócios realizados pelo diretor financeiro<sup>25</sup>.

#### 1.2.6 O dever de investigar

Durante a administração das companhias, inúmeras informações chegam, aos administradores. Decorrente dos deveres de se informar e vigiar, o dever de investigar

---

<sup>23</sup> Campos, Luiz Antonio Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.107.

<sup>24</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 356.

<sup>25</sup> Conforme acusação e também do voto do diretor-relator. “Nesse sentido, a acusação entende ter havido “violação ao dever de se informar, tanto por parte dos membros do Comitê Financeiro, tanto em relação àqueles pertencentes ao Comitê de Auditoria”, pois não obtiveram, no exercício de seu mandato, as informações necessárias para exercerem suas atribuições de maneira adequada. Nesse sentido, o “dever de os administradores exercerem suas funções de modo informado e esclarecido é ínsito ao próprio dever de diligência que, segundo a melhor doutrina, exige que os administradores se informem adequadamente acerca da situação da Companhia, da forma pela qual ela está sendo conduzida, bem como seus produtos e principais serviços”. No caso de órgãos técnicos ou consultivos criados para integrar a estrutura societária da Companhia, se aplica o disposto no artigo 160 da Lei nº 6.404/76, que lhes impõe o cumprimento do dever de diligência.”. Processo Administrativo Sancionador nº 18/08, Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010.

traduz-se na obrigação dos administradores em investigar quando houver informações incompletas, superficiais ou imprecisas relacionadas aos interesses da companhia.

Logo, apesar das inúmeras informações recebidas, os administradores não devem permanecer inertes, mas sim analisa-las criticamente e indaga-las, conforme Luiz Antonio de Sampaio Campos:

Não devem os administradores ficar passivos, mas antes devem criticamente examinar as informações que recebem, indagando, entre outras questões, a respeito da completude, extensão, riscos e correição, sem que isso lhes retire o direito de confiar nas informações recebidas e na opinião de outros administradores, empregados ou especialistas.<sup>26</sup>

O Colegiado da CVM, no âmbito do julgamento do caso Sadia, pelo voto proferido pelo diretor Alexsandro Broedel Lopes entendeu que o dever de investigar “impõe aos administradores o dever de analisar criticamente as informações que lhes são fornecidas e, mais do que isso, apurar se tais informações merecem ser complementadas”<sup>27</sup>.

É claro que o dever de investigar esta sujeito ao julgamento dos administradores em relação a importância da informação recebida, necessidade de maior investigação, possibilidade de obtenção das informações necessárias, bem como o custo e o tempo que serão despendidos.

Por esse motivo, nos *Principles Of The American Law Institute* (1994, p.163) e na jurisprudência norte-americana, consolidou-se o entendimento de que o dever de investigar apenas surge “se houver indícios razoáveis de fatos e circunstâncias específicas” e de que “não é necessário, todavia, que um diretor persiga tais fatos ou indícios a menos que apareçam sinais de alerta de algum tipo”.

Caso o administrador receba informações que sejam incompletas, superficiais ou imprecisas, ele estará diante de uma *red flag*, caracterizada por Nelson Eizirik como

---

<sup>26</sup> Campos, Luiz Antonio Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.108.

<sup>27</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08, Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010.

“situações que deixem em estado de alerta”<sup>28</sup>, e ao identifica-la o administrador deverá investigar essas informações.

O dever de investigar está presente no ordenamento brasileiro na alínea “g” do art. 117 da Lei 6.404/76, *in verbis*:

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

g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade<sup>29</sup>.

Portanto, é considerado abuso no poder de controle quando o acionista controlador deixar de apurar denúncia que soubesse ou devesse saber que possua suspeita de irregularidade. No entanto, não é dever dos administradores investigar todos os tipos de denúncia, tendo em vista que a carga de informações recebidas por um administrador costuma ser volumosa, sendo inviável exigir que ele examine a fundo todas as informações que lhe são repassadas. Desse modo, segundo a legislação ele apenas é obrigado a investigar as denúncias que indiquem a existência de irregularidade.

Assim como ocorre com o dever de se informar, o administrador também possui discricionariedade para decidir o quanto deve investigar uma informação recebida, analisando variáveis como custo e tempo, por exemplo, conforme entende Flávia Parente:

Advirta-se que, assim como ocorre com o dever de se informar, o administrador, ao promover as investigações, deve considerar algumas variáveis, tais como, o custo que elas implicam e o tempo de que dispõe para empreender tal tarefa. [...] Assim, a extensão da investigação está dentro do âmbito do poder discricionário do administrador, que deverá sopesar as vantagens e desvantagens do requerer um estudo mais aprofundado das informações que lhes forem encaminhadas. Caberá, assim, ao administrador

---

<sup>28</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriána B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais**: regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 433.

<sup>29</sup> BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 2 de outubro de 2019.

examinar a oportunidade e a conveniência de promover uma maior investigação a respeito das informações que obteve.<sup>30</sup>

### 1.2.7 Dever de intervir

Segundo o dever de intervir, compete ao administrador agir sempre de maneira proativa visando o melhor interesse da companhia, de modo a evitar possíveis erros ou prejuízos. Esse aspecto do dever de diligência pressupõe que o administrador intervenha nas operações sociais sempre que for necessário e respeitando a forma e os limites de sua competência<sup>31</sup>.

Trata-se de uma derivação do dever de investigar, tendo em vista que sem uma investigação adequada o administrador jamais interviria em qualquer assunto, pois não saberia da sua necessidade. Luiz Antonio de Sampaio Campos também possui o entendimento que o dever de intervir é uma derivação do dever de investigar. Segundo o autor, não seria possível uma intervenção sem uma investigação prévia que a justificasse, pois deve o administrador intervir apenas:

quando constatar algum indício de irregularidade, o que pode se dar não só mediante atuação na operação específica, mas também, sem precipitação, por meio da convocação de Reunião da Diretoria, do Conselho de Administração, Assembleia Geral ou Conselho Fiscal, conforme a discricionariedade do administrador, ou da cientificação desses órgãos a respeito do ocorrido.<sup>32</sup>

Logo, ao constatar uma *redflag* o administrador deve analisa-la, e caso seja necessário, intervir. Essa intervenção pode se dar de diversas formas e a maneira como ela será realizada ficará a critério do administrador, que diante da situação concreta, possui discricionariedade para atuar no melhor interesse da companhia.

---

<sup>30</sup> PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 9.

<sup>31</sup> Ribeiro, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 229

<sup>32</sup> Campos, Luiz Antonio Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.010

De acordo com Renato Ribeiro Ventura, “o dever de intervir (...) pressupõe que o administrador deve intervir nas operações, na forma e dentro dos limites de sua competência, nos casos em que tal intervenção se mostrar necessária”<sup>33</sup>.

A respeito da limitação do citado dever ao âmbito da competência do administrador, é importante mencionar o entendimento do Colegiado da CVM no julgamento do Processo Administrativo Sancionador RJ2007/4476, julgado em 12 de março de 2008. Nesse caso, o referido Colegiado entendeu que, em hipóteses excepcionais, seria possível a intervenção do administrador até mesmo perante terceiros, desde que se dê após esgotadas todas as medidas cabíveis dentro da companhia<sup>34</sup>.

#### 1.2.8. Demais deveres

Além dos deveres expostos anteriormente, alguns doutrinadores brasileiros mencionam outros deveres que caracterizam outros aspectos do dever de diligência.

Flavia Parente inclui dentre os outros deveres incluídos no dever de diligência o dever de bem administrar, que segundo a autora, o administrador, ao gerir e representar a companhia, deve fazê-lo de maneira a praticar “todos os atos necessários à plena execução da vontade social, visando a realizar o objeto social da companhia”<sup>35</sup>. Vale ressaltar trecho da obra da autora: “Isso significa que os administradores, tendo em vista a promoção do interesse social, dentro dos parâmetros fixados no objeto social da companhia, podem praticar os mais diversos atos e negócios jurídicos”<sup>36</sup>.

No mesmo sentido do dever de bem administrar defendido por Flavia Parente, Luiz Antonio de Sampaio Campos inclui também o dever de assiduidade, o referido dever consiste no compromisso do administrador de “comparecer às reuniões de Diretoria e de

---

<sup>33</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 229

<sup>34</sup> Vale trazer trecho do voto do ex-Diretor da CVM Marcos Barbosa Pinto no julgamento do referido caso: “Como se vê, não se encontra na Lei nº 6.404/76 nenhum dispositivo que dê amparo à afirmação, implícita na acusação, de que um membro do conselho de administração não pode se opor, perante terceiros, a uma decisão tomada pelos demais conselheiros, ainda mais se essa deliberação é, na sua opinião, ilegal”. Processo Administrativo Sancionador CVM n. 2007/4476, Rel. Eli Loria, j. em 12. mar. 2008.

<sup>35</sup> PARENTE, Flavia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 108.

<sup>36</sup> *Ibidem*, p. 109.

conselho de Administração, conforme o caso”<sup>37</sup>. Desse modo, o administrador que falta reiteradas vezes injustificadamente as reuniões estará violando o dever de diligência.

Por sua vez, Renato Ventura Ribeiro sugere o dever de não praticar erros graves. Segundo o autor, embora reconhecida a “possibilidade do administrador atuar com discricionariedade, decidindo sobre a conveniência e oportunidade de decisões”<sup>38</sup> ele não deve cometer erros graves, mesmo que não exista obrigação legal do administrador não cometer erros. O autor define o que seriam erros graves de gestão segundo o seu entendimento:

Por erros graves de gestão, deve-se entender decisões ou omissões inoportunas ou com risco desproporcional e contrárias à lei, estatuto ou ao interesse social, como a conivência ou omissão com atos ilícitos de outros administradores (Lei 6.404/76, art. 158, §§ 1º e 4º), inclusive os anteriores. O erro também é relevante quando há circunstâncias que presumem violação de obrigação legal por parte do administrador. Mesmo não havendo dolo, caracteriza falta de diligência.<sup>39</sup>

### 1.3 Responsabilidade dos administradores

Conforme demonstrado, o administrador, visando maximizar os lucros da companhia que administra, normalmente precisa tomar riscos. Ocorre que, o mercado e o universo econômico não estão sob o controle desses administradores, que estão sujeitos a cenários e acontecimentos adversos e imprevisíveis. Conforme apontado por Alfredo Lamy Filho, esses profissionais, no bom exercício de suas funções e visando aos fins societários, não raro são obrigados a decidir questões de grande importância em pouquíssimo tempo, o que os leva, em muitos casos, a cometer erros. O jurista acrescenta também que, “o que distingue o mau do bom administrador é o fato de acertar mais do que errar”<sup>40</sup>.

Tendo em vista as peculiaridades da atividade de tais profissionais e esse cenário de incerteza, o legislador ao estabelecer o regime de responsabilidade dos

---

<sup>37</sup> CAMPOS, Luiz A. de S. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v.1. p. 1110.

<sup>38</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 230.

<sup>39</sup> *Ibidem*, p. 230.

<sup>40</sup> LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.**: Exposições e Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 410.

administradores deve ser cauteloso a fim de não desencorajar o exercício da função de administrador de companhias com um rigor excessivo.<sup>41</sup> Isso porque, caso fosse estabelecido um rigor excessivo, os administradores teriam uma maior aversão à tomada de riscos e tomariam as suas decisões preocupados não só com os interesses da companhia, mas sim com a preservação de seus patrimônios pessoais, conseqüentemente, a economia perderia decisões empreendedoras e inovadoras. Ademais, pessoas capacitadas, qualificadas e bem intencionadas se afastariam da administração das companhias.

Por esse motivo, o regime geral de responsabilidade civil previsto no Código Civil de 2002 não se mostra adequado, tornando imprescindível a elaboração de um regime próprio, analisando o tema à luz da Lei das S.A. Outrossim, os magistrados não dominam a técnica empresarial e também não podem invadir a discricionariedade da administração.

Um dos maiores desafios enfrentados pelo legislador ao estabelecer um regime de responsabilização é encontrar o equilíbrio ideal entre (a) a necessária prevenção de eventuais abusos da posição de confiança detida por diretores e conselheiros perante as companhias e (b) a também necessária liberdade e discricionariedade que eles devem ter para gerir os negócios sociais.

Assim, o legislador deve se preocupar em especificar as situações nas quais os administradores podem ser responsabilizados por seus atos enquanto gestores de uma empresa e em limitar o campo de alcance do Judiciário na análise de decisões tomadas por esses profissionais<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> GOMES, Orlando. **Responsabilidade dos Administradores de Sociedades por Ações**. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: n° 8, ano XI, 1972, p. 16.

<sup>42</sup> CINTRA, Antonio Carlos Fontes. Responsabilidade dos administradores perante a má fortuna do negócio e a business judgment rule. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. V. 58, out. 2012, p. 51.



## 2. BUSINESS JUDGMENT RULE

O administrador deve sempre buscar maximizar os lucros da companhia que administra e para isso muitas vezes é necessário tomar riscos. Ressalta-se que o mercado não está sob o controle desses administradores, que estão sujeitos a cenários e acontecimentos adversos e imprevisíveis. Nessa linha Alfredo Lamy Filho<sup>43</sup> aponta que esses profissionais, no bom exercício de suas funções e visando aos fins societários, não raro são obrigados a decidir questões de grande importância em pouquíssimo tempo, o que os leva, em muitos casos, a cometer erros.

Esse posicionamento foi demonstrado no voto do ex-diretor da CVM Luiz Antonio de Sampaio Campos no seu voto no julgamento do PAS 03/2002:

A administração da companhia, como já se disse da política, é a arte do possível, repleta de decisões imperfeitas por definição e de verdadeiras "escolhas de Sofia", e justamente em razão disso a jurisprudência e a legislação têm cuidado de temperar a responsabilidade dos administradores e desvinculando-a do êxito de suas ações.<sup>44</sup>

Assim, o ordenamento jurídico não pode desencorajar o exercício da função de administrador de companhias por conta de um rigor excessivo<sup>45</sup>, pois isso geraria uma grande aversão à tomada de riscos por parte de diretores e conselheiros com receio de serem responsabilizados pelas suas decisões.

Também não seria viável se os acionistas insatisfeitos com a gestão, mas sem participação suficiente para substituir os administradores, passassem a ajuizar ações contra eles, mesmo que a administração seja adequada. Isso porque, acionistas com pouca participação societária passariam a intervir indevidamente no mérito dos atos de gestão, que cabem aos administradores, diretores e conselheiros e não aos acionistas.

---

<sup>43</sup> LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.:** Exposições e Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 410.

<sup>44</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/02, Rel. Norma Jonssen Parente, j. em 12 fev. 2004.

<sup>45</sup> GOMES, Orlando. Responsabilidade dos Administradores de Sociedade por Ações. **Revista de Direito Mercantil.** São Paulo: nº 8, ano XI, 1972, p. 16.

Ademais, os julgadores não podem invadir a discricionariedade da administração e impor o que consideram ser o melhor, no aspecto negocial, para cada companhia. Por essa razão, o melhor ordenamento jurídico não deve atribuir ao Poder Judiciário a possibilidade ampla e irrestrita de revisar a conduta negocial de administradores. Desse modo, a análise judicial deve se ater apenas a legalidade do procedimento decisório.

Nesse sentido, no julgamento do PAS CVM nº RJ 2008/9574, relatado pela diretora Ana Dolores de Novaes, a relatora apontou que a possível revisão das ações dos administradores *ex-post* causaria sérios prejuízos a atividade econômica e defendeu que caberia ao mercado corrigir erros reiterados de julgamento da administração:

A atividade econômica seria seriamente prejudicada se o sistema judiciário e o regulador passassem o tempo todo julgando as ações dos administradores *ex-post*. É muito fácil apontar que uma decisão foi errada olhando pelo retrovisor do tempo. Mas a essência do mundo dos negócios é tomar riscos. É aplicar o conjunto de informações e crenças que se apresentam em um determinado momento para decidir sobre fatos que gerarão efeitos sobre o futuro da companhia, futuro sobre o qual ninguém tem controle. É o mercado quem deve corrigir erros reiterados de julgamento da administração, quando tomados de boa-fé, e no era percebido pela administração da companhia como o melhor para esta. Cabe aos participantes do mercado e aos acionistas removerem administradores, reduzirem sua remuneração, e mesmo castigarem o preço das ações de uma companhia por decisões, tomadas de boa-fé e no interesse da companhia, mas que se apresentaram errôneas *ex-post*.<sup>46</sup>

No mesmo voto, a relatora aplicou o princípio da *business judgment rule*, ao afirmar que:

Não cabe aos reguladores ou ao judiciário julgar as decisões dos administradores a posteriori, exceto se o padrão de conduta discutido acima foi:

- a. Afetado por uma situação de conflito de interesses na qual o administrador poderia extrair para si ou para outrem um benefício patrimonial ou facilidade; ou

---

<sup>46</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/9574, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 27 de nov. 2012.

- b. Manchado pela evidência de fraude ou má-fé para prejudicar a companhia.

Embora a *business judgment rule*, também chamada de regra do julgamento do negócio, ainda seja um conceito em construção, alguns doutrinadores entendem que ela não é uma regra propriamente dita, mas sim um *standard*. Isso porque, segundo esse entendimento, regras definem uma conduta específica a ser adotada, e a avaliação de seu cumprimento deve ser feita a partir da análise da conduta praticada e da prescrita.<sup>47</sup> Portanto, considerando que a *business judgment rule* não prescreve um comportamento pontual a ser adotado ou uma conduta a ser evitada pelos administradores, há o entendimento que ela não pode ser considerada uma regra.<sup>48</sup>

Assim, a *business judgment rule* trata-se de um *standard*. Os standards dividem-se em standards de revisão e standards de conduta. O *standard* de conduta é uma diretriz genérica que indica o padrão de comportamento a ser seguido em uma determinada situação, já o *standard* de revisão é um parâmetro, que prescreve o teste que deve ser aplicado pelos tribunais quando do julgamento da conduta de um agente para determinar se esse deve ou não ser responsabilizado.<sup>49</sup>

Enquanto o dever de diligência é considerado um *standard* de conduta aplicável aos administradores das companhias por ações e decisões desinteressadas tomadas na administração dessas companhias, a *business judgment rule* é considerada um *standard* de revisão a ser aplicado pelos Tribunais na análise do cumprimento do dever de diligência. Esses dois *standards* se diferem, na medida que a análise conduzida sob a *business judgment rule* é menos abrangente e menos rigorosa aos administradores, permitindo uma revisão limitada ao processo de tomada de decisão, sem analisar o mérito da decisão.<sup>50</sup>

---

<sup>47</sup> DOOLEY, Michael P. **Rules. Standards and the Model Business Corporation Act. Law and Contemporary Problems**, Durham, vol. 74-45, p. 45-56, inverno 2011, p. 45.

<sup>48</sup> BRANSON, Douglas M. **The Rule That Isn't a Rule – The Business Judgment Rule**. Valparaiso University Law Review, Valparaiso, v. 36, Verão de 2002, p. 1.

<sup>49</sup> EINSENBURG, Melvin A. **The Divergence of Standard of Conduct and Standards of Review in Corporate Law**. Forham Law Review. V. 62. N. 3. 1993, p. 437-468, p. 437.

<sup>50</sup> BRANSON, Douglas M. **The Rule That Isn't a Rule – The Business Judgment Rule**. Valparaiso University Law Review, Valparaiso, v. 36, Verão de 2002, p. 1.

Com efeito, a *business judgment rule* busca proteger a razoável margem de discricionariedade intrínseca à função dos administradores, tendo em vista que “devem ser encorajados a correr riscos inerentes à gestão empresarial e não podem ficar permanentemente sujeitos a ter suas decisões revistas”<sup>51</sup>. Caso contrário, haveria uma maior rejeição ao exercício da função de administrador<sup>52</sup>, tendo em vista que todas as suas decisões, ainda que tomadas de boa-fé e no interesse da companhia, seriam passíveis de julgamento<sup>53</sup>.

A *business judgment rule* foi delimitada pela decisão da Suprema Corte de Delaware no caso *Aronson vs. Lewis*, na qual foi previsto que a *business judgment rule* criava uma 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 companhia”<sup>54</sup>.

Por entenderem que a fonte de disciplina contra a má administração das sociedades anônimas deveria vir do próprio mercado, os tribunais norte-americanos sempre repudiaram a ideia de uma segunda análise das decisões tomadas por administradores na condução dos negócios. Logo, a sua jurisprudência societária, por meio da *business judgment rule*, visa proteger a discricionariedade decisória dos administradores bem intencionados, com a finalidade de obter um equilíbrio entre a preservação do campo de manobra dos administradores e a dissuasão de graves abusos.

Logo, as decisões negociais tomadas pelos administradores não poderão ser objeto de revisão judicial, caso as mesmas tenham cumprido os requisitos da *business judgment*

---

<sup>51</sup> EIZIRIK, Nelson. **Mercado de capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. Pág. 416.

<sup>52</sup> Ribeiro, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006. p. 233.

<sup>53</sup> “A regra objetiva (...) evitar que os tribunais e os próprios sócios substituam os administradores em seu mister. Vale dizer, o juízo de oportunidade e conveniência de uma decisão empresarial não pode ser exercido por juízes ou por quaisquer outras pessoas – trata-se de prerrogativa exclusiva dos administradores, que, em razão de sua experiência e do acesso que tem a informações, estão mais habilitados do que os juízes e os próprios acionistas a tomar quaisquer decisões referentes à companhia”. In PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 72.

<sup>54</sup> *Aronson vs. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) (“in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in honest belief that the action taken was in the best interests of the company”).

*rule*, conforme o voto do ex-Diretor da CVM Aleksandro Broedel no julgamento do Processo Administrativo Sancionador 10/06:

No presente caso, mostra-se evidente que a acusada foi criteriosa, cuidadosa, leal e diligente para com a companhia, sendo certo que a aplicação da regra de decisão negocial (*business judgment rule*) afasta, de plano, qualquer questionamento quanto aos atos em análise no presente processo.<sup>55</sup>

Conforme demonstra Alexandre Couto Silva, a partir do entendimento jurisprudencial de Delaware a *business judgment rule* é composta por cinco elementos: (i) decisão ou julgamento do negócio; (ii) desinteresse e independência; (iii) dever de diligência; (iv) boa-fé; e (v) inexistência de abuso de discricionariedade<sup>56</sup>.

Desse modo, para afastar essa 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*)<sup>57</sup>. Para tanto, cabe ao demandante comprovar que algum dos elementos da *business judgment rule* não está presente, ou seja, que não trata-se de uma decisão negocial; que o administrador seria interessado e não seria independente; que o administrador não teria agido de boa-fé ou que o processo de tomada de decisão não teria sido diligente.

Caso o demandante não consiga afastar a presunção oriunda da *business judgment*, os administradores apenas poderiam ser responsabilizados mediante prova de que a decisão envolvia um grande desperdício de recursos da sociedade (*waste of corporate assets*) e era desprovida de qualquer base racional<sup>58</sup>.

Cabe destacar que a presunção da *business judgment rule* é afastada diante da violação ao dever de lealdade. Desse modo, sempre que o demandante demonstrar que a decisão foi tomada por administradores que possuíam interesse contraposto ao da sociedade, a deliberação ficará sujeita ao rigoroso teste de *entire fairness* da operação.

---

<sup>55</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 10/06, Rel. Aleksandro Broedel Lops, j. em 16 ago. 2011.

<sup>56</sup>SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos Administradores de S.A. – Business Judgment Rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 195.

<sup>57</sup> Cede & Co. vs. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345, 358 (Del. 1993).

<sup>58</sup> In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation, 542 A.2d 770, 780 (Del. Ch. 1988); Sinclair Oil Corp. Levien, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971).

Nesse caso, o ônus de provar que o negócio atendia aos melhores interesses da companhia será dos administradores. Logo, a *business judgment rule* não é aplicada nas decisões que possuem conflito de interesse formal ou material.

Outrossim, a *business judgment rule* não protege decisões que constituam fraude, ilegalidade ou atos *ultra vires*. Logo, caso a decisão do julgamento do negócio possua uma conduta violadora de lei, fraudulenta ou *ultra vires*, mesmo que pudesse servir aos melhores interesses da companhia, não será protegida pela mesma, pois constituem quebra dos valores fiduciários dos administradores.

Contudo, se o demandante provar que algum dos elementos da *business judgment rule* não está presente no caso, a presunção será afastada. Nesse caso, o ônus de demonstrar que a operação ou decisão foi justa e no interesse da companhia será transferido ao administrador. Desse modo, quando a presunção da *business judgment rule* é superada as Cortes poderão avaliar o mérito da decisão.

Em suma, a *business judgment rule* é aplicada por quatro fatos principais: (i) é desejável que os administradores tomem decisões arriscadas; (ii) a responsabilização dos administradores por erros desencorajaria profissionais competentes de assumir cargos na administração de companhias, devido ao receio de serem responsabilizados; (iii) a revisão *ex post* das decisões normalmente levam em consideração o resultado da operação; e (iv) os julgadores não tem conhecimento das peculiaridades de cada sociedade, desse modo não seria desejável que eles substituam os administradores na administração de companhias.

## 2.1. Origem

A primeira vez que se tem notícia que um tribunal expressou sua relutância em analisar o mérito de uma decisão empresarial foi em 1742 na Inglaterra no julgamento do caso *Charitable Corporation v. Sutton*. O caso em questão versava sobre os deveres de diligência e lealdade dos conselheiros de uma companhia de caridade, pois segundo os autores da ação, os conselheiros deveriam ser responsabilizados pela omissão em

supervisionar as atividades de um depositário, que tinha a função de conceder empréstimos a pessoas de baixa renda.

O Lord Chancellor, responsável pelo julgamento do caso, sustentou que seria muito difícil determinar a quebra de confiança de conselheiros em atos malsucedidos praticados dentro de suas atribuições, e esse foi considerado o primeiro pronunciamento da *business judgment rule*:

A ocorrência de dificuldades (...) que oferecem apenas uma escolha de medidas, a adoção de uma decisão que possa ter prejuízos não pode gerar a responsabilização do [diretor], se o erro foi aquele em que um homem prudente poderia ter caído. A doutrina contrária parece-nos supor o gozo e requer o exercício da perfeita sabedoria em seres falíveis. Nenhum homem se comprometeria a prestar um serviço a outro em condições tão severas (...) O teste de responsabilidade, portanto, deveria ser não a certeza da sabedoria dos outros, mas a posse do conhecimento comum; e mostrando que o erro do [diretor] é de um tipo tão grave que um homem de bom senso e atenção comum não teria caído nele (tradução livre).<sup>5960</sup>

Nos Estados Unidos, os tribunais sempre rejeitaram a ideia de uma segunda análise das decisões tomadas por administradores na condução dos negócios. O desenvolvimento da *business judgment rule*, como princípio da jurisprudência americana se iniciou em 1829, com o julgamento pela Suprema Corte de Louisiana, no caso *Percy v. Millaudom*. A Corte estabeleceu que o simples prejuízo não faria o administrador responsável. Desse modo, para determinar se um administrador deve ser responsabilizado por suas decisões deve-se verificar se ele detinha o conhecimento ordinário relativo à decisão e se atuou com a diligência esperada de um homem comum.

---

<sup>59</sup> *The occurrence of difficulties (...) which offer only a choice of measures, the adoption of a course from which loss ensues cannot make the [diretor] responsible, if the error was one into which a prudent man might have fallen. The contrary doctrine seems to us to suppose the possession, and require the exercise of perfect wisdom in fallible beings. No man would undertake to render a service to another on such severe conditions (...) The test of responsibility, therefore, should be, not the certainty of wisdom in others, but the possession of ordinary knowledge; and by showing that the error of the [diretor] is of so gross a kind that a man of common sense, and ordinary attention, would not have fallen into it.*

<sup>60</sup> O trecho é trazido pelo Justice da Supreme Court of Delaware Randy J. Hollandem HOLLAND, Randy J. Delaware Directors' Fiduciary Duties: the focus on Loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**. Vol. 11, nº 3, 2009, p. 680.

Após esse julgamento, foram julgados diversos precedentes pelos tribunais dos Estados Unidos que contribuíram para a construção da *business Judgment rule*.

Em 1847, a Suprema Corte do Alabama, no caso *Godbold v. Branch Bank*, decidiu que, se os administradores fossem responsabilizados por todos os atos praticados ou decisões errôneas na condução do negócio, apesar de devidamente informados e da legalidade dos atos praticados, nenhum homem prudente aceitaria o encargo de ser administrador sujeito a esse risco.

A Suprema Corte de Rhode Island, nos anos de 1850 a 1853, decidiu que o administrador não seria responsabilizado pelas consequências do erro se agiu de boa-fé e nos interesses da sociedade, bem como com o devido cuidado e diligência.<sup>61</sup>

No ano de 1888, a Suprema Corte de Nova York sustentou que os tribunais não deveriam interferir nas decisões dos administradores, ao menos que estes tenham abusado de seu poder ou agido de forma inconsciente, fraudulenta ou prejudicial aos direitos dos acionistas.<sup>62</sup>

Em 1919, foi julgado o caso *Dodge v. Ford Motor Co.*, no qual houve o questionamento da escolha de Henry Ford de expandir a produção de sua companhia em vez de distribuir dividendos. No caso em questão a Suprema Corte de Michigan invocou a *business judgment rule* e deixou de interferir no planejamento de Ford sob o argumento que os juízes não são seriam especialistas em negócios.<sup>63</sup>

Apesar de diversas cortes dos estados dos Estados Unidos terem contribuído para a construção da *business judgment rule*, os seus contornos somente foram definidos em Delaware, devido a sua experiência com questões societárias.

A partir de 1897 o estado de Delaware promulgou novas leis e alterações que flexibilizaram questões relativas a direito societário. Paralelamente, o estado de Nova

---

<sup>61</sup>“Judges are not business experts”. *Hodges v. New England Screw Co.*, 3 RI. 312 (1850).

<sup>62</sup>“Mere errors of judgment are not sufficient as grounds for equity interference”(Leslie v. Lorillard et al, 18 N.E. 363 N.Y. 1888).

<sup>63</sup> 204 Mich. 459 (Mich. 1919).



Jersey, até então o estado com o maior número de sociedades constituídas nos Estados Unidos, promulgou leis inóspitas às companhias. Desse modo, o estado de Delaware recebeu muitas das companhias vindas de Nova Jersey, isso porque nos Estados Unidos é lícito às companhias escolher livremente o seu estado de constituição e, por conseguinte, o sistema de direito societário aplicável. Assim, o estado de Delaware tornou-se especialista nas questões referentes ao direito societário norte-americano.

O conceito da *business judgment rule* começou a ser delimitado em Delaware a partir de 1924, com o julgamento do caso *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Co.* No caso em questão a Corte sustentou que os conselheiros da companhia estavam cobertos pela presunção de que teriam atuado de boa-fé e nos interesses da companhia. Essa foi uma das primeiras vezes em que foi reconhecida a existência da presunção que delineia a *business judgment rule* atual.

Desde então, a *business judgment rule* passou a ser cada vez mais desenvolvida e discutida pelos tribunais e jurisprudência dos Estados Unidos.

## 2.2. Aplicação no direito norte-americano

O direito norte-americano tentou codificar a *business judgment rule*, no entanto, essas tentativas de codificação foram duramente questionadas sugerindo-se que a regra deveria ser aplicada pelo judiciário caso a caso.

No Direito norte-americano, a seção § 4.01(c) dos Princípios de Governança Corporativa, preparados pelo American Law Institute, estabelece os fundamentos básicos da *business judgment rule* e determina que estará amparado pela regra o conselheiro-administrador ou diretor que atuar de boa-fé na tomada de decisão, observando seu dever de diligência e quando não for parte interessada no assunto da decisão ou julgamento do negócio. O administrador deve estar devidamente informado a respeito do assunto a ser decidido e acreditar que as circunstâncias fornecidas para análise são apropriadas e

razoáveis; e racionalmente acreditar que sua decisão está de acordo com os melhores interesses para a companhia.<sup>64</sup>

Em resumo, esses são os fundamentos básicos da *business judgment rule*, que estabelece que as decisões honestas, tomadas de boa-fé e devidamente informadas não serão questionáveis judicialmente, mesmo que gerem prejuízos para a companhia.

Um exemplo da sua aplicação pelas cortes americanas é o caso *Shlensky v. Wrigley* (237 N.E.2d 776, III. App. 1968), um litígio entre acionistas da Chicago National League Ball Club, Inc, companhia proprietária do time de baseball Chicago Clubs. O referido clube estava apresentando grandes prejuízos e o seu acionista minoritário chamado Shlensky alegava que as perdas seriam decorrentes do pequeno público que frequentava o estádio e alegava que caso fossem instaladas luzes no estádio, seria possível o agendamento de jogos à noite. Desse modo, o acionista ajuizou uma ação contra Wrigley, o atual acionista majoritário e presidente do conselho da administração, pelo que este teria se recusado a instalar luzes no estádio da equipe de baseball.<sup>65</sup>

Após a análise dos fatos, a decisão que julgou o caso ressaltou três regras básicas extraídas de precedentes a respeito da aplicação da *business judgment rule*: (i) os tribunais não devem tomar para si o controle dos negócios de uma sociedade anônima, ainda que eles não estejam sendo bem conduzidos; (ii) em casos que envolvem um conflito de opiniões a respeito dos negócios da companhia entre os administradores e o acionista majoritário, de um lado, e um acionista minoritário dissidente, de outro, não é função das cortes resolver questões ligadas a tais negócios; e (iii) preservação absoluta da autoridade dos administradores na condução dos negócios sociais enquanto estiverem agindo de acordo com a lei.

---

<sup>64</sup> *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations – American Law Institute § 4.01(c) a diretor or officer who makes a business judgment in good faith fulfills the duty under this Section if the diretor or officer:*

- (i) *Is not interested in the subject of the business judgment;*
- (ii) *Is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the diretor or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and*
- (iii) *Rationally believes that the business judgment is in the best interest of the Corporation. (Estados Unidos da América. Princípios de governança corporativa: análise e recomendações. Instituto Americano de Direito, 1994)*

<sup>65</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. The Business Judgment Rule Abstention Doctrine. **Ucla School of Law's Law & Economics Research Paper Series**. Research Paper n. 03-18, p.14.

Um ponto interessante desse julgamento é que os juízes não solicitaram ao acionista majoritário e aos demais conselheiros que demonstrassem as considerações que motivaram suas decisões ou que essas resultaram em benefícios para a companhia. Desse modo, por não terem sido comprovadas as alegações de fraude, ilegalidade e conflito de interesses, a corte se absteve de revisar a decisão tomada por Wrigley e os demais conselheiros.

O Revised Model Business Corporation Act (RMBCA) de 1984 foi produzido com a finalidade de ser um guia para a revisão das legislações estaduais sobre direito societário.

Em 1986, o estado de Delaware, alterou a lei societária vigente na época, a Delaware General Corporation Law (GCL), na sua seção § 102 (b) (7), autorizando a eliminação ou a limitação da responsabilidade pessoal dos administradores por danos, excetuando-se os casos: (i) de quebra do dever de lealdade; (ii) de falta de boa-fé em condutas ou omissões, ou que envolvam condutas desonestas ou violem a lei; e (iii) de benefício pessoal direto ou indireto<sup>66</sup>. Como consequência, diversos estatutos sociais de sociedades foram arquivados no estado de Delaware.

---

<sup>66</sup> Title 8. Chapter 1. General Corporation Law  
Corporations  
Chapter 1. General Corporation Law  
Subchapter 1. Formation  
§ 102. Contents of certificate of incorporation.

(a) The certificate of incorporation shall set forth:

[...]

(b) In addition to the matters required to be set forth in the certificate of incorporation by subsection (a) of this section, the certificate of incorporation may also contain any or all the following matters:

[...]

(7) A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) for any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit. No such provision shall eliminate or limit the liability of a director for any act or omission occurring prior to the date when such provision becomes effective. All references in this paragraph to a director shall also be deemed to refer to such other person or persons, if any, who, pursuant to a provision of the certificate of incorporation in accordance with § 141(a) of this title, exercise or perform any of the powers or duties otherwise conferred or imposed upon the board of directors by this title. (Estados Unidos da América. Lei Geral das sociedades anônimas – Constituição do Estado de Delaware – Título 8. Capítulo 1)

A mesma regra legal também proibiu 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”<sup>67</sup>.

Com a revisão do RMCBA em 1999, foi estabelecida a presunção de que os administradores atuariam de boa-fé, devidamente informados, acreditando que a decisão tomada seria a melhor para os interesses da companhia. Desse modo, as decisões negociais somente poderiam ser revistas se fosse demonstrado que o administrador não atuou segundo esses requisitos.

Paralelamente, o American Law Institute produziu o denominado Princípios de Governança Corporativa: análise e recomendações, que estabeleceu que o ônus da prova seria dos autores da ação contra o conselheiro ou o diretor.

Portanto, conforme demonstrado, o direito norte-americano apresentou grande preocupação com a temática da *business judgment rule* desde cedo, o que gerou uma vasta experiência com a responsabilização e proteção dos administradores. O direito brasileiro, quanto essa temática, espelhou-se no common law para implementar em seu próprio ordenamento normas de proteção ao administrador.

### 2.3.Presunção

A *business judgment rule* constitui uma presunção de que os administradores, no exercício de suas funções, sempre agem de boa-fé, de maneira informada e no interesse da companhia<sup>68</sup>.

Alexandre Couto Silva resume as principais características da regra:

---

<sup>67</sup> A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director's duty of loyalty to the Corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit.

<sup>68</sup> Conforme exposto no âmbito do caso *Aronson v. Lewis*, “[i]t is a presumption that 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” (473 A.2d 805, Del. 1984).

A *business judgment rule* é um conceito jurídico amplo de que os administradores têm a presunção de boa decisão ou julgamento do negócio, e essas decisões não estão afetadas se tomadas por uma proposta administrativa racional.

Presume-se que, em uma tomada de decisão, os administradores atuarão de boa-fé, devidamente informados e no interesse da companhia. Para rebater a presunção, o autor (acionista) assume a responsabilidade de provar que o Conselho de Administração quebrou qualquer uma das tríades dos deveres fiduciários: boa-fé, lealdade e diligência. Contrariamente, a *business judgment rule* protegerá os administradores e a decisão tomada.<sup>69</sup>

Essa presunção constitui a imposição do ônus da prova a quem contesta a decisão negocial e enquanto não houver indicativos que possam derrubar essa presunção, o julgador deverá respeitar a decisão negocial.

No entanto, Pedro Henrique Brigagão esclarece que o afastamento dessa presunção não autoriza o judiciário a julgar a decisão tomada pelo administrador, mas apenas a não aplicação da *business judgment rule* no caso:

Mas é importante que se esclareça: o afastamento da presunção não autoriza o tribunal a julgar a conduta do membro da administração por simplesmente acreditar que outra decisão seria economicamente mais adequada. O efeito direto desse afastamento é a não aplicação da *business judgment rule* ao caso concreto. Isto é: os administradores serão responsabilizados pela quebra do dever que desencadeou os danos sofridos pela companhia (onexo causal e a presença de danos continuam necessários para a responsabilização), e não porque o julgador teria optado por outra estratégia caso ocupasse o cargo do réu à época dos fatos.<sup>70</sup>

Quando a presunção é afastada o ônus da prova é transferido para o administrador réu, que deverá comprovar que a decisão foi justa e no interesse da companhia. Nesse caso, os juízes ao julgarem a decisão negocial deverão analisar os detalhes da operação e o processo de tomada da decisão questionada pelo autor.

---

<sup>69</sup> Silva, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule**. Rio de Janeiro. Elsevier, 2007. p. 193.

<sup>70</sup> Brigagão, Pedro Henrique Castello. **A administração de Companhias e a Business Judgment Rule** – São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 120.

## 2.4.Requisitos

A *business judgment rule* é composta por quatro elementos: (i) ocorrência de uma decisão negocial; (ii) desinteresse e independência; (iii) diligência; e (iv) boa-fé. Ressalta-se que algumas cortes norte-americanas e alguns doutrinadores incluem a inexistência de abuso de discricionariedade como um quinto requisito.

Se forem atendidos todos os requisitos no processo decisório, o administrador e as suas decisões estarão protegidos de uma segunda análise pelo Judiciário. No entanto, caso não seja observado um desses requisitos, a proteção da *business judgment* não será aplicada e o Judiciário poderá declará-lo responsável.

### 2.4.1. Ocorrência de uma decisão negocial

Somente decisões tomadas por administradores são protegidas pela regra da *business judgment rule*, ou seja, é necessário que uma decisão negocial tenha sido tomada pelo administrador.

A Suprema corte de Delaware entendeu nesse sentido no julgamento do caso *Aronson v. Lewis*:

A *business judgment rule* somente opera no contexto de ação do diretor. Tecnicamente falando, não aplicabilidade quando os diretores falhem em agir tanto quando abdicam de suas funções quanto quando há a ausência de uma decisão consciente. Contudo, também se segue que, de acordo com os princípios aplicáveis, uma decisão consciente de se abster de agir pode, no entanto, ser um exercício válido de julgamento comercial e gozar das proteções da regra. (tradução livre)<sup>71</sup>

---

<sup>71</sup> “*The business judgment rule operates only in the context of director action. Technically speaking, it has no role where directors have either abdicated their functions, or absent a conscious decision, failed to act. But it also follows that under applicable principles a conscious decision to refrain from acting may nonetheless be a valid exercise of business judgment and enjoy the protections of the rule*”. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

Portanto, a regra só é aplicável diante da ação do administrador, verificada na tomada de decisão, sendo inaplicável em face de suas omissões. No entanto, é importante destacar que a decisão de não agir também é uma decisão e não deve ser confundida com uma omissão.

O administrador, por exemplo, pode entender que o investimento em determinada política não seja vantajoso e, por isso, não deva ser implementado. Nesse caso, o administrador tomou uma decisão negocial de não agir e essa decisão pela omissão também é protegida pela *business judgment rule*.

Conforme Douglas Branson, “uma decisão de não tomar uma decisão também é um julgamento ou decisão para fins de aplicação da regra” (tradução livre)<sup>72</sup>.

### 3.2.2. Desinteresse e independência

A regra da *business judgment rule* não protege decisões de administradores que tenham interesse na conduta objeto da decisão. Desse modo, a decisão deve ser desinteressada e independente, caso não seja, o discernimento do administrador estará afetado pelo seu interesse pessoal.

O conceito de desinteresse foi definido no julgamento do caso *Aronson v. Lewis*, no qual a Suprema Corte de Delaware entendeu que a decisão administrativa terá interesse quando o administrador estiver nos dois lados da negociação e tiver expectativas de auferir vantagens financeiras pessoais em decorrência dessa situação<sup>73</sup>.

Logo, será considerado interessado o administrador que receber benefícios financeiros da transação que não serão divididos com os acionistas. O administrador será desinteressado quando estiver pessoalmente alheio às consequências de sua decisão.

---

<sup>72</sup> “a decision to make no decision is also a judgment or decision for purposes of the rule’s application”. (BRANSON, Douglas M. **The Rule That Isn’t a Rule – The Business Judgment** Valparaíso University Law Review. vol. 36. Nº 3. p. 639).

<sup>73</sup> *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (1984). A Suprema Corte de Delaware decidiu o caso *Pogostin v. Rice*, 480 A.2d 619 (1984) na mesma direção: “Directorial interest exist whenever divided loyalties are present, or a director either has received, or is entitled to receive, a personal financial benefit from the challenged transaction which is not equally shared by the stockholders”.

Ressalta-se que no caso do conselho da administração, a *business judgment rule* entende que a decisão interessada de um dos membros não é capaz de contaminar a decisão tomada pelo órgão. Ademais, o interesse deve ser substancial ou material, não bastando ser simplesmente incidental ou circunstancial.

Interesse também foi conceituado pelos tribunais brasileiros no julgamento do processo administrativo sancionador 09/2006 pela diretora da CVM Ana Dolores de Novaes, a qual pontuou que o interesse em conflito com o da companhia deve ser aquele da pessoa física do administrador, e não de quem o elegeu<sup>74</sup>.

A diretora também entendeu que haveria conflito de interesses quando em uma transação/operação social que está sendo negociada com a companhia na qual o administrador: (i) seja parte do contrato/operação à época da negociação; (ii) tenha consciência a cerca de um interesse à época da negociação; (iii) sabia que uma parte relacionada a ele era parte do contrato/operação e tinha um interesse.

Em relação a conceito de independência, Block et al explica, com base no caso Aronson v. Lewis, que será independente a decisão fundamentada estritamente nos interesses da companhia, e não a decisão que sofrer com influências ou considerações externas ou que visar aos interesses da administração antes dos interesses sociais<sup>75</sup>.

Para Marcella Blok o administrador não será independente “quando for dominado ou controlado por credor ou pessoa jurídica ou natural interessada na conduta ou na transação que possa influenciar sua capacidade de discricionariedade”<sup>76</sup>. Para ser considerado interessado, o administrador deve auferir benefícios financeiros como resultado de sua decisão ou de outro modo fortemente estabelecido.

---

<sup>74</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2006, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 5 mar. 2013.

<sup>75</sup> “The term ‘independence’ means that a director’s decision is based on the corporate merits of the subject before the board rather than extraneous considerations or influences”. BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. **The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors**. 6 ed. Vol. 1. New York: Aspen Publishers, 2009. p. 100.

<sup>76</sup>BLOK, Marcella. Business Judgment Rule: a responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 46. Out. 2009. p. 145.



### 3.2.3 Diligência

O dever de diligência na *business judgment rule* está relacionado especificamente a atuação do administrador com a devida informação sobre a matéria a ser decidida. No entanto, o administrador não é obrigado a conhecer todos os fatos e informações que envolvem uma decisão negocial, mas somente aqueles que eram relevantes e razoavelmente acessíveis.

Se o administrador cumprir com o dever de diligência, isto é, se tiver tomado a decisão negocial devidamente informado, não caberá ao Judiciário determinar se a decisão tomada gerou perdas para a companhia.

Portanto, o dever de diligência foca no processo de tomada de decisão, analisando as possibilidades e alternativas do caso concreto. Ademais, é analisado também os riscos e custos associados para se obter as informações necessárias para a tomada da decisão, pois, por esse motivo, algumas vezes os administradores tomam determinadas decisões sem que tenham a mais perfeita ou completa informação. No entanto, decisões gravemente negligentes não podem ser protegidas pela *business judgment*.

É esperado que o administrador adquira e analise todas as informações relevantes que estiverem ao seu alcance. Contudo, a demora para se obter informações adicionais pode gerar um custo igual ou superior aquele resultante da decisão menos informada.

Cabe apenas ao administrador definir quanta informação é suficiente para a tomada de uma determinada decisão negocial. Isso porque, somente ele é capaz de determinar se, diante de todos os custos e peculiaridades de cada caso, é válido considerar a quantidade de informações já detida o suficiente ou se é necessário buscar mais informações<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> De acordo com Luiz Antonio de Sampaio Campos: “Evidentemente, a questão da decisão informada precisa ser compreendida com um grão de sal, já que o nível de informação necessária dependerá, entre outros fatores, do conhecimento prévio relacionado ao assunto objeto de apreciação detido por cada administrador, a quantidade de informação disponível, o custo da obtenção de mais informações, o tempo necessário para se produzir a informação, a necessidade e premência para se decidir” (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.106).

Portanto, ao analisar o caso o judiciário deve levar em consideração a magnitude da decisão tomada, o lapso de tempo disponível para os administradores adquirirem as informações relevantes e o custo para elas serem obtidas. Entretanto, não é fácil para o Judiciário analisar e julgar o que seria uma decisão informada e mensurar o dever de diligência.

De acordo com Charles Hansen, a diligência esperada de um administrador no direito societário e de mercados de capitais não é a mesma daquela do direito civil. Segundo o autor, no direito civil, o padrão aplicado é orientado pelo resultado, pois verifica-se se a conduta do devedor teria sido correspondente àquela de uma pessoa razoável diante das mesmas circunstâncias. Já no direito societário, o administrador será diligente se tiver se informado antes de tomar uma decisão<sup>78</sup>.

#### 3.2.4. Boa-fé

A *business judgment rule* pressupõe que os administradores atuaram honestamente e em prol dos interesses da companhia. Nesse sentido, a regra do julgamento do negócio não protege decisões tomadas de má-fé pelos administradores.

A legislação civil brasileira entende que a boa-fé é associada ao desconhecimento sem culpa ou ignorância desculpável, já a má-fé é entendida como a consciência de certo prejuízo<sup>79</sup>. Conforme entende Alexandre Couto e Silva:

Se a conduta for entendida como deficiente nos fundamentos, o processo de tomada de decisão – que está fora dos limites da razoabilidade do julgamento – dará a inferência de má-fé.<sup>80</sup>

Em casos de alegação de má-fé o demandante deve comprovar que o administrador não atuou no interesse da companhia, mas sim visando interesses pessoais. A simples alegação de má-fé não é suficiente para afastar a *business judgment rule*.

---

<sup>78</sup>Hansen, Charles. **The Duty of Care, the Business Judgment rule, and the American Law Institute Corporate Governance Project**. The Business Lawyer. V. 48, 1992-1993, p. 1.357-1358.

<sup>79</sup>SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 20017. p. 203.

<sup>80</sup>Ibidem. p. 207.

Contudo, a análise da boa-fé dos administradores não é compatível com os princípios da *business judgment rule*, tendo em vista que para verificar a existência de má-fé o julgador deverá entrar no mérito da decisão para concluir se aquela decisão era razoável ou minimamente explicável.

Portanto, grande parte da doutrina entende que o parâmetro mais adequado para analisar a boa-fé dos administradores seria verificar se houve a intenção de causar prejuízos à companhia.

O caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* demonstra à análise da boa-fé dos administradores pelo Judiciário. No caso em questão a The Walt Disney Company celebrou um acordo de rescisão contratual sem justa causa com um empregado admitido há apenas um ano no valor de 140 milhões.

Nesse caso os julgadores consideraram que a má-fé nas decisões negociais poderia ser auferida por conta da presença de três elementos: (i) dolo; (ii) falha escandalosa no processo decisório; ou (iii) indiferença consciente quanto aos negócios da companhia.

Foi constatado no referido caso que “os diretores acusados sabiam que estavam tomando decisões materiais sem informações adequadas e sem deliberação adequada” e, mesmo assim, “eles simplesmente não se importaram se as decisões levaram a Corporação e seus acionistas a sofrer prejuízos ou perdas”(tradução livre)<sup>81</sup>.

Desse modo, não receberá a proteção da *business judgment rule* o administrador que tomar uma decisão negocial mesmo sabendo que não possui todas as informações adequadas e sem se preocupar com os possíveis danos que essa decisão poderá gerar para a companhia.

Pedro Henrique Brigagão diferencia os requisitos diligência e boa-fé na medida em que a conduta danosa se deu conscientemente, conforme demonstrado abaixo:

---

<sup>81</sup> *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 825 A.2d 275 (2003).

Essa situação, aliás, reflete importante diferença entre os elementos diligência e boa-fé. Enquanto aquele elemento se refere a condutas negligentes, em que o administrador não se informou o suficiente para se dar conta dos perigos de sua decisão, este guarda relação com comportamentos intencionais, em que o administrador executa uma decisão mesmo conhecendo os danos que serão sofridos por conta dela.<sup>8283</sup>

### 3.2.5 Inexistência de abuso de discricionariedade ou decisão razoável

Alguns doutrinadores apontam um quinto elemento da *business judgment rule* que seria a inexistência de abuso de discricionariedade.

A Corte de Delaware definiu irracionalidade como a completa falta de razão, a ponto de não se ter como explicar o caminho percorrido pelo administrador para chegar a decisão tomada, nas palavras da Corte: “A regra não exige que o Tribunal abençoe a conclusão evidentemente absurda de um conselheiro, nem protege um Conselho de Administração que olha para o sol e o chama de lua” (tradução livre).<sup>84</sup>

Portanto, há o entendimento que decisões irracionais, insensatas ou irrazoáveis ultrapassam o limite do discernimento e caracterizariam abuso de discricionariedade. Nesse caso, mesmo que a decisão tenha sido tomada de forma desinteressada, independente, diligente e de boa-fé, na hipótese em que houver abuso de discricionariedade, ela não será protegida pela *business judgment* e poderá ser revisada pelo julgador.

Porém, uma parte da doutrina entende que esse elemento iria contra os próprios princípios da *business judgment rule*. Segundo Pedro Henrique Brigagão a inexistência

<sup>82</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de Companhias e a Business Judgment Rule** – São Paulo: Quartier Latin, 2017.

<sup>83</sup> Nessa direção, a Suprema Corte de Delaware, em julgamento realizado em 2006 no âmbito do caso envolvendo o caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, referendou a seguinte concepção de boa-fé, para fins de aplicação da *business judgment rule*: “[the concept of intentional dereliction of duty, a conscious disregard for one’s responsibilities, is not appropriate (although not the only) standard for determining whether fiduciaries have acted in good Faith. Deliberate indifference and inaction in the face of a duty to act is, in my mind, conduct that is clearly disloyal to the Corporation. It is the epitome of faithless conduct” (*In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 – Del. 2006).

<sup>84</sup> “the rule does not require the court to bless the conclusion of a director that is self-evidently nonsense on stilts, nor does it protect a board that looks into the sun and names it the moon” *In re InfoUSA, Inc. Shareholders Litigation*, 953 A.2d 963 (2007).

de abuso de discricionarietà não poderia ser considerada elemento da *business judgment rule*, pois a sua verificação demandaria a análise do m3rito da decis3o, o que justamente se almejava evitar<sup>85</sup>.

Em contrapartida, Bainbridge afirma que essas conclus3es partem de uma concepç3o equivocada de “racionalidade”. Se corretamente compreendida, a “racionalidade”, como elemento da *business judgment rule*, n3o significa que os m3ritos da decis3o ser3o analisados, tampouco que os administradores ter3o de provar que suas decis3es s3o justific3aveis de um ponto de vista racional, mas apenas que os Tribunais verificar3o se a decis3o poder3a ser atribu3ida a algum prop3sito negocial conceb3vel ou imagin3vel<sup>86</sup>. Se este for identificado, o Tribunal sequer ir3 questionar a decis3o.

---

<sup>85</sup> BRIGAG3O, Pedro Henrique Castello. **A administraç3o de companhias e a business judgment rule** – S3o Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 125.

<sup>86</sup>BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporation Law and Economics**. Nova York: West Group, 2022, p. 274. *Sinclair Oil Corp v. Levien*, 280 A.2d 717 (1971).

### 3. BUSINESS JUDGMENT RULE NO ORDENAMENTO BRASILEIRO

Em relação a recepção da *business judgment rule* pelo direito brasileiro, a doutrina divide-se em três correntes: os que entendem que foi consagrada pelo art. 159, §6º, da Lei das S.A.; os que entendem que foi consagrada pelo art. 158; e os que entendem que não foi consagrada pela Lei das S.A.

O artigo 159, §6º, da Lei das S.A, que dispõe o seguinte:

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.

§ 6º 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.<sup>87</sup>

Modesto Carvalhosa assegura que a norma estabelece a faculdade do juiz de decidir por equidade<sup>88</sup>. Já Osmar Côrrea-Lima afirma que esse artigo fez uma transposição consciente e inconsciente da *business judgment rule* e dos princípios e teorias jurídicas que a acompanham para o direito brasileiro<sup>89</sup>. Nelson Eizirik concorda e argumenta que o legislador brasileiro inequivocamente consagrou o standard norte-americano por meio do referido dispositivo legal<sup>90</sup>. Alexandre Couto e Silva no mesmo sentido afirma que:

A Lei de Sociedades por Ações Brasileira consagrou a *business judgment rule* em seu art. 159, §6º, conferindo ao julgador a análise do caso particular com valoração concreta do procedimento do administrador na esfera psicológica para apreciação subjetiva.<sup>91</sup>

---

<sup>87</sup>BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 2 de outubro de 2019.

<sup>88</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205**. Ed. Ver. e atual. São Paulo; Saraiva, 2015, p. 580.

<sup>89</sup> CÔRREA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Anônima**. 3. Ed. rev. e atual. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 202.

<sup>90</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 357.

<sup>91</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

No entanto, parte de doutrina entende que o artigo 159, §6º seria uma nova hipótese de excludente de responsabilidade. Desse modo, quando ajuizada uma ação social ou individual contra diretor ou conselheiro de sociedade anônima, terá o juiz a faculdade de excluir a responsabilidade destes se tiverem sido leais e agido conforme os interesses da companhia<sup>92</sup>.

Portanto, haveria uma responsabilidade preexistente que poderia ser posteriormente excluída, pois se assim não fosse, a lei não poderia falar de exclusão de responsabilidade, pois não se poderia pensar em exclusão de algo que ainda não existe. Por esse motivo, alguns doutrinadores entendem que o referido artigo não é compatível com a regra, conforme demonstrado por Pedro Henrique Brigagão:

No entanto, entende-se que a regra não é compatível com esse dispositivo. Em primeiro, porque o §6º é aplicável, como visto acima, somente depois de reconhecida a responsabilidade do administrador, ao passo que, pela *business judgment rule*, não há qualquer reconhecimento prévio de responsabilidade. Muito diferentemente, a regra consiste em uma presunção de que os administradores atuam de acordo com o que a lei lhes impõe. Em segundo, porque os elementos que servem de requisito para a exclusão da responsabilidade pelo juiz (boa-fé e interesse da companhia) não contemplam todos os elementos da regra norte-americana.<sup>93</sup>

Ademais, outros doutrinadores acreditam que esse dispositivo não abarca todos os elementos e nem os princípios da regra, não devendo a sua aplicação em casos concretos ser considerada como a aplicação da *business judgment rule*.

Mariana Pargendler<sup>94</sup> e o ex-diretor da CVM Luiz Antonio de Sampaio Campos, não consideram o artigo 159, §6º como uma perfeita reprodução da regra, mas apenas

---

<sup>92</sup> Adamek, comentando o artigo 159, §6, da Lei das S.A. afirma que “o juiz já avançou até o ponto de considerar o administrador culpado (ou seja, já ultrapassou as etapas de verificação da ilicitude e culpabilidade do agente do dever de indenizar. A exclusão, portanto, ocorre a posteriori: todos os elementos do suporte fático são preenchidos, dá-se a incidência da regra e surge o dever de indenizar, mas, por intervenção do juiz, o administrador é isentado do dever de reparar o dano” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287).

<sup>93</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule** – São Paulo: Quartier Latin, 2017.

<sup>94</sup> PARGENDLER, Mariana. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro**. Revista dos Tribunais. Vol. 953, 2015, p. 5.

como um “equivalente funcional da *business judgment rule*” ou, nas palavras de Luiz Antonio de Sampaio Campos, uma versão “tropicalizada” da regra<sup>95</sup>. Segundo a primeira autora, a similitude guardada com a *business judgment rule* consistiria sobretudo na *ratio* comum de tutelar as decisões empresariais tomadas de forma honesta e bem intencionada, ainda que venham a se mostrar prejudiciais ou equivocadas a posteriori, mas seriam bem diferentes quanto a aplicação.

Pargendler, ainda, aponta diversas diferenças entre o instituto norte-americano e aquele adotado pela Lei das S.A.:

- a) Enquanto a primeira vem positivada em texto legal, a segunda tem origem jurisprudencial;
- b) A regra do art. 159, §6º confere amplo poder ao juiz para excluir ou não o dever de indenizar do administrador após a apreciação dos demais requisitos da responsabilidade civil; a *business judgment rule* consiste em presunção de que a decisão foi tomada de boa fé tendo em vista o melhor interesse da companhia, presunção esta que apenas pode ser ilidida mediante demonstração de violação dos deveres fiduciários;
- c) A literalidade do art. 159, §6º, sugere um amplo campo de aplicação, ao passo que a *business judgment rule* reconhecidamente não isenta de responsabilidade os administradores em situação de conflito de interesses; e
- d) O art. 159, §6º, faz referencia genérica a “administradores”, o que compreenderia tanto os membros do Conselho de Administração como os integrantes da Diretoria; há, como visto, profunda incerteza no direito norte-americano quanto à possibilidade de invocar-se a *business judgment rule* relativamente aos diretores (*officers*)<sup>96</sup>.

Contudo, a autora pondera quanto a compatibilidade da aplicação integral da regra no direito brasileiro:

De outro lado, ainda que a *business judgment rule* seja perfeitamente funcional no sistema norte-americano, daí não necessariamente decorre a sua adequação ao direito brasileiro. Em primeiro lugar, tal regra traduz uma profunda aversão

---

<sup>95</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/02, Rel. Norma Jonssen Parente, j. em 12 fev. 2004. No voto do ex-diretor Luiz Antonio de Sampaio “ numa ‘tropicalização’ da *business judgment rule*”, a Lei das S.A. “permite inclusive que se exclua a responsabilidade dos administradores, quando se verificar que estes mesmo violando a lei agiram de boa-fé e no interesse da companhia, conforme diz expressamente o §6º do art. 159”.

<sup>96</sup> PARGENDLER, Mariana. **Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro**. Revista dos Tribunais, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, p. 15.



à ingerência estatal nos negócios privados e uma correlata crença nos mecanismos de mercado para a correção de abusos – visão de mundo está que é consentânea com o caráter extremamente liberal do sistema jurídico norte-americano, porém menos compatível com a mentalité subjacente ao direito brasileiro.<sup>97</sup>

### 3.1. Diferenças na aplicação da regra no direito brasileiro

Uma parte da doutrina entende que o §6º do artigo 159 não abarca todos os elementos nem os princípios da regra, não sendo compatível com a *business judgment rule*. Isso porque o dispositivo determina que a responsabilidade do administrador poderá ser excluída se ele tiver agido apenas (i) de boa-fé e (ii) no interesse da companhia. Contudo, a *business judgment rule* é mais ampla do que isso, pois prevê outros quatro elementos, que são: (i) ocorrência de decisão negocial; (ii) desinteresse e independência; (iii) diligência; e (iv) boa-fé.

Assim, apesar de possuírem em comum o elemento boa-fé, os outros três elementos da regra da decisão negocial que devem ser compatíveis com o outro único elemento previsto na norma brasileira: agir no interesse da companhia.

A legislação brasileira no caput do artigo 154 da Lei das S.A. prevê o que é agir no interesse da companhia: “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”.<sup>98</sup>

Segundo Nelson Eizirik, é dever do administrador atuar visando a “alcançar o desenvolvimento do objeto social da forma mais lucrativa possível”<sup>99</sup>. Luiz Antonio de Sampaio Campos ressalta o limite de discricionariedade concedida aos administradores ao agir no interesse da companhia: “à medida que todos os atos, decisões e escolhas do administrador devem estar voltados primordialmente para o atendimento do objeto e do

---

<sup>97</sup> Ibidem. p. 18.

<sup>98</sup> Brasil. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 2 de outubro de 2019.

<sup>99</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Vol. II.** São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 359. O autor ressalta também que ainda que “tais objetivos, embora prevaletentes, devem ser perseguidos ao menor custo possível para a comunidade” (Ibidem, p. 359).

interesse social, embora deva ainda observar a função social da empresa e as exigências do bem público”<sup>100</sup>.

Caso as decisões do administrador não sejam condizentes com o interesse da companhia os seus atos poderão ser considerados interessados ou não independentes. Conforme demonstrado nos capítulos anteriores, será considerado interessado ou não independente o administrador que ao tomar uma decisão tenha como objetivo maior não a consecução do objeto social e a obtenção de lucro para a companhia, mas, sim, o benefício próprio ou de terceiros.

Portanto, ao agir no interesse da companhia o administrador agirá de forma desinteressada e independente. Logo, esses dois elementos são compatíveis com a previsão do artigo 159, §6º, da Lei das S.A. Contudo, isso não ocorre com os elementos ocorrência de decisão negocial e diligência, previstos na regra norte-americana.

Quanto ao elemento ocorrência de decisão negocial, não há qualquer menção na Lei das S.A. sobre a necessidade de o administrador ter praticado uma decisão negocial para que a sua responsabilidade possa ser excluída pelo juiz.

Já o elemento diligência é compatível com a previsão do artigo 153 da Lei das S.A.: “O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.<sup>101</sup>

Flávia Parente entende que o dever de diligência deve ser entendido sob dois aspectos:

O dever de diligência, em sentido lato, pode ser entendido sob dois aspectos:

- a) O subjetivo, que indica a pretensão do sujeito para cumprir, com cuidado, atenção e zelo, determinada obrigação a que está submetido, independentemente do resultado alcançado; e

---

<sup>100</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **Deveres e Responsabilidades**. In. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.111-1.112.

<sup>101</sup>BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 2 de outubro de 2019.

b) O objetivo, segundo o qual a diligência deve ter um referencial pragmático, uma conduta determinada ligada a uma atividade concreta ou a um standard comportamental.<sup>102</sup>

Ressalta-se que o artigo 159, §6º exige apenas que o administrador tenha agido de boa-fé e no interesse da companhia. Desse modo, o administrador não precisa, necessariamente, estar isento de culpa para que a sua responsabilidade seja afastada pelo juiz. Conforme demonstrado por Pedro Henrique Brigagão:

Atos única e estritamente culposos, assim, parecem não estar abarcados pelo §6º do artigo 159 da Lei das S.A. e, dessa forma, caso se mostrem presentes na conduta do administrador, não são um impeditivo para que a sua responsabilidade seja excluída pelo juiz. Ou seja, o julgador está autorizado pela lei a excluir a responsabilidade de um administrador por atos negligentes caso ele tenha agido de boa-fé e no interesse da companhia.<sup>103</sup>

Logo, o juiz poderá excluir a responsabilidade de um administrador mesmo que ele tenha faltado com o dever de diligência, caso ele tenha agido de boa-fé e no interesse da companhia, refletindo uma tolerância a atos negligentes cometidos por administradores sem má-fé. No entanto, esse entendimento não é unânime na jurisprudência, conforme demonstrado por Modesto Carvalhosa:

[a] faculdade de julgamento por equidade, que se estabelece no §6º, conjugada com o art. 127 da lei processual, tem como pressupostos a boa-fé do administrador e a convicção de que ele agiu no interesse da companhia. O primeiro excluiu evidentemente o dolo e o segundo, a negligência e a imprudência, já que, nestes casos, impossível seria pensar-se em conduta visando ao interesse da companhia.<sup>104</sup>

Outro ponto levantado pela doutrina é que o instituto da *business judgment rule* e a sua aplicação no Brasil divergem quanto aos seus efeitos. Enquanto a *business judgment rule* opera como uma presunção relativa que caso o administrador tenha preenchido todos os elementos, o mérito da decisão negocial sequer será avaliado. Segundo a regra norte-

---

<sup>102</sup> PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 38.

<sup>103</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule** – São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 171.

<sup>104</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4ª ed. vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 405.

americana, o juiz não possui discricionariedade de decidir se o administrador será responsabilizado ou não. Tendo o administrador preenchido todos os requisitos da regra, não há que se falar em responsabilidade.

Contudo, no ordenamento brasileiro, primeiro verifica-se que o administrador cometeu um ato ilícito e deve ser responsabilizado, depois o juiz pode decidir isentá-lo da responsabilidade de reparar o dano. Assim, a *business judgment rule* norte-americana opera em uma fase anterior a regra do artigo 159, §6, que prevê a exclusão *a posteriori*. Conforme explicado por Marcelo Adamek:

Há quem veja, no caso, a aplicação da *business judgment rule*, mas, a nosso ver, aqui a situação é outra: o juiz já avançou até o ponto de considerar o administrador culpado (ou seja, já ultrapassou as etapas de verificação da ilicitude e culpabilidade do agente, estabelecendo-as no caso concreto), mas, ainda assim, decide isentar o agente do dever de indenizar. A exclusão, portanto, ocorre *a posteriori*: todos os elementos do suporte fático são preenchidos, dá-se a incidência da regra e surge o dever de indenizar, mas, por intervenção do juiz, o administrador é isentado do dever de reparar o dano.<sup>105</sup>

Ademais, de acordo do com §6º, o juiz poderá – em vez de deverá – reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador. Portanto, a aplicação ou não da regra fica à arbítrio do juiz, ao contrário da regra norte-americana, a qual uma vez preenchidos os requisitos, o juiz não possui discricionariedade para aplica-la ou não.

Alguns doutrinadores, como Pedro Henrique Brigagão, por exemplo, entendem que caso o §6º fosse mandatório, ele tornaria inúteis outros dispositivos da própria lei, pois afastaria a responsabilidade por atos exclusivamente culposos:

Não poderia ser diferente. Se fosse mandatório ao julgador excluir a responsabilidade daquele que agir de boa-fé e no interesse da companhia, a própria lei tornaria inúteis alguns de seus dispositivos, como o artigo 153, que impõe o dever de diligência, e o artigo 158, I, que versa que o administrador será responsabilizado se, dentro de suas atribuições e poderes, tiver agido com culpa *stricto sensu*, pois nunca haveria reconhecimento de responsabilidade

---

<sup>105</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 287.

por aos exclusivamente culposos. Aí, então, mais uma razão para entender que o artigo 159, §6º, não requer a atuação diligente de diretores e conselheiros.<sup>106</sup>

Devido aos levantamentos apontados, Brigagão e Adamek concordam que o artigo 159, §6º da Lei das S.A. não recepcionou a *business judgment rule*. Enquanto Adamek sustenta que o standard não foi positivado na legislação brasileira<sup>107</sup>, Brigagão defende que a *business judgment rule* foi recepcionada no ordenamento brasileiro pelo artigo 158 da mesma lei<sup>108</sup>, que estabelece o seguinte:

Art. 158. 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.<sup>109</sup>

Segundo o autor todos os elementos da *business judgment rule* estariam presentes no artigo 158. Argumenta que o ato regular de gestão pressupõe (i) a prática de um ato e, portanto, uma decisão negocial; (ii) que os administradores tenham agido em conformidade com o dever de lealdade, devendo ser desinteressados e independentes, e com o dever de diligência, se informando e tomando os devidos cuidados; e (iii) a ausência de dolo ou culpa, exigindo a boa-fé<sup>110</sup>.

Quanto a presunção presente na *business judgment rule* norte-americana de que os administradores agem de boa-fé, de maneira informada e no interesse da companhia, não há qualquer disposição expressa nesse sentido na Lei das S.A. Contudo, no ordenamento nacional em se tratando de processo judicial, aplica-se a máxima do direito processual civil segundo o qual o ônus de comprovar o fato cabe a quem o alega. Desse modo, no ordenamento brasileiro cabe ao autor comprovar que o administrador não atuou diligentemente, de boa-fé e no interesse da companhia ao tomar a decisão negocial.

---

<sup>106</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de Companhias e a Business Judgment Rule** – São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 173.

<sup>107</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287.

<sup>108</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de Companhias e a Business Judgment Rule: uma análise à luz do direito brasileiro**, Rio de Janeiro, 2014, p. 137.

<sup>109</sup> BRASIL Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 2 de outubro de 2019.

<sup>110</sup> Ibidem. p. 138-142.

Assim, a presunção inerente à *business judgment rule* é plenamente compatível com o sistema processual jurídico brasileiro.

### 3.2. Aplicação da regra além do artigo 159, §6º da Lei das S.A.

Apesar da doutrina majoritária entender que a *business judgment rule* teria sido recepcionada no ordenamento brasileiro no artigo 159, §6º da Lei das S.A., a regra da decisão negocial não é compatível apenas com esse dispositivo legal, mas sim com o regime de responsabilidade e deveres dos administradores como um todo, que prevê os outros elementos da *business judgment rule*.

Conforme demonstrado no item anterior, alguns autores como Pedro Henrique Brigagão, entendem que os elementos da *business judgment rule* estariam presentes no artigo 158. No entanto, o referido artigo não seria o responsável pela recepção da regra da decisão negocial no direito brasileiro. Segundo o autor, a segunda parte do caput do artigo 158 definiria o que seria ato irregular de gestão, que seria aquele praticado (i) dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; ou (ii) com violação da lei ou do estatuto<sup>111</sup>. Logo, o ato regular de gestão seria aquele praticado dentro das atribuições e poderes do administrador, sem culpa ou dolo e sem violação da lei ou do estatuto.

Assim, o ato será regular se observar os deveres de diligência (artigo 153 da Lei das S.A.), lealdade (artigo 155), obediência ao interesse social (artigo 154) e ausência de conflito de interesses (artigo 156). Desse modo, o autor conclui que o administrador não será responsabilizado por ato regular de gestão, que seria plenamente compatível com os elementos da *business judgment rule*.

A CVM no julgamento do PAS 08/05 estabeleceu que o administrador não seria pessoalmente responsável em virtude de ato regular de gestão, não respondendo por eventuais prejuízos decorrentes de decisões bem informadas e tomadas de boa-fé<sup>112</sup>.

---

<sup>111</sup> Ibidem. p. 137.

<sup>112</sup> Nesse sentido entenderam os diretores da CVM Eli Loria e Marcos Pinto no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05. De acordo com o primeiro, “a Lei das S.A. estabelece que o administrador não é pessoalmente responsável em virtude de ato regular de gestão, conforme disposto em seu art. 158, não respondendo por eventuais prejuízos decorrentes de decisões bem informadas e tomadas

Portanto, no ordenamento brasileiro, os administradores não responderão quando no âmbito de sua discricionariedade, agirem em conformidade com o disposto nos artigos 153 a 158 da Lei das S.A.

Outro ponto demonstrado no item anterior, os elementos da regra norte-americana boa-fé, desinteresse e independência seriam compatíveis com a previsão do artigo 159, §6º, da Lei das S.A, no entanto isso não ocorreria com os elementos ocorrência de decisão negocial e diligência.

### 3.2.1. Ocorrência de decisão negocial

Para que a regra da *business judgment rule* norte-americana seja aplicada é necessário que haja a ocorrência de uma decisão negocial, ainda que essa decisão seja por não agir. Ocorre que, no direito brasileiro a omissão do administrador em relação à necessária tomada de decisão caracteriza infração ao dever de diligência previsto no artigo 153 da Lei das S.A: “O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.<sup>113</sup>

Por esse motivo, alguns autores como Pedro Henrique Brigagão entendem que a Lei das S.A. inclui também o elemento ocorrência de decisão negocial, conforme demonstrado abaixo:

---

de boa-fé. Assim, desde que o administrador tenha cumprido com seus deveres legais, contratuais e estatutários, ele não responde pelo eventual insucesso de sua decisão, inclusive porque o insucesso resulta, muitas vezes, de alguma situação de mercado sobre a qual o administrador não tem qualquer controle. Tal regra, conhecida como ‘Regra da Decisão Negocial’, com espelho no direito estadunidense, integra a discricionariedade do administrador e índia que suas decisões não devem ser questionadas exceto em caso de má-fé, erro ou ato ilícito, devendo ser discutido, apenas, se houver descumprimento dos deveres regais e estatutários impostos aos administradores no processo decisório. Entende-se que eventual revisão posterior de decisão negocial deve restringir-se apenas ao processo que levou até ela, deixando de lado o mérito, a conveniência ou a oportunidade da medida’. Nas palavras do diretor Marcos Pinto, “o art. 158 da lei exime o administrador de responsabilidade por ‘ato regular de gestão’ e o colegiado da CVM, seguindo a *business judgment rule* norte-americana, evita o reexame das decisões negociais da administração” (Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05, Rel. Eli Loria, j. em 12 dez. 2007).

<sup>113</sup>BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 2 de outubro de 2019.

Dessa maneira, a ausência culposa da tomada de decisão negocial, ao mesmo tempo em que retira do administrador o gozo da proteção da *business judgment rule* no direito norte-americano, é causa de sua responsabilização no âmbito do regime da Lei das S.A., razão pela qual se pode dizer que este diploma legal abarca o elemento ocorrência de decisão negocial da mencionada regra.<sup>114</sup>

Portanto, toda decisão tomada dentro da discricionariedade conferida aos administradores, seja direcionada ao âmbito interno ou ao âmbito externo da companhia, deve ser considerada negocial e, conseqüentemente, analisada conforme os preceitos da *business judgment rule*.

### 3.2.2. Desinteresse e independência

A *business judgment rule* norte-americana também analisa os elementos desinteresse e independência do administrador ao tomar uma decisão negocial.

No direito brasileiro o desinteresse é previsto no artigo 154 da lei das S.A. que determina que os administradores devem agir visando o os interesses da companhia: “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”.<sup>115</sup>

Já o elemento independência está previsto no artigo 156 da mesma lei que veda ao administrador intervir em decisões em que tiver interesse conflitante com o da companhia, cabendo até informar a natureza e a extensão do seu interesse:

Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.<sup>116</sup>

---

<sup>114</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de Companhias e a Business Judgment Rule** – São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 179.

<sup>115</sup>BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 2 de outubro de 2019.

<sup>116</sup>BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 2 de outubro de 2019.



A CVM no voto da ex-diretora Ana Dolores de Novaes já apontou que o administrador que não agir em conformidade com o artigo 156, ou seja, não agir de maneira desinteressada, não será protegido pela *business judgment rule*:

Para se proteger de alegações de que faltou com o dever de diligência, o administrador deve agir sob os seguintes princípios: [...] (iii) Decisão desinteressada. A decisão não trazia um benefício direto ou indireto para o administrador. Se houver conflito, aplica-se o princípio do dever de lealdade (art. 155 e art. 156 LSA). Estes princípios formam a ‘Regra de Decisão Negocial’, semelhante à Business Judgment Rule americana.<sup>117</sup>

Logo, o elemento desinteresse e independência da *business judgment rule* norte-americana são compatíveis com os artigos 154 e 156 da Lei das S.A., respectivamente.

### 3.2.3. Diligência ou Decisão Informada

O terceiro elemento da regra norte-americana é a diligência. Esse elemento determina que para o administrador ser protegido pela *business judgment rule* ele deveria estar munido de toda informação necessária e disponível no momento da tomada de decisão.

No ordenamento brasileiro a doutrina e a jurisprudência entendem que o dever de se informar constitui um dos aspectos do dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas previsto no artigo 153 da Lei das S.A.: “O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.<sup>118</sup>

<sup>117</sup> NOVAES, Ana. Derivativos e Governança Corporativa: O Caso Sadia – Corrigindo o Que Não Funcionou, p. 11. Disponível em: [http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos\\_preliminares/10170-05%20Derivativos%20e%20oGovernan%C3%A7a%20Corporativa.pdf](http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/10170-05%20Derivativos%20e%20oGovernan%C3%A7a%20Corporativa.pdf). Acesso em: 5 nov. 2013.

<sup>118</sup>BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 2 de outubro de 2019.

No Processo Administrativo Sancionador nº 2005/97 a CVM já afirmou que “uma das formas pelas quais se analisa se o administrador foi ou não diligente é verificando se a decisão negocial foi ou não informada”<sup>119</sup>.

Contudo, a autarquia já destacou no voto do ex-diretor Pedro Marcilio que não caberia a ela determinar qual o melhor processo decisório. No caso em questão o ex-diretor afirmou que caso a decisão tiver sido tomada de forma desinteressada e de boa-fé, os administradores não poderiam ser responsabilizados posteriormente com todas as informações disponíveis:

[...] não cabe a CVM dizer como o procedimento decisório de uma empresa deve ser feito, pois cada companhia tem uma estrutura e uma configuração distinta e seus administradores e acionistas podem estar sujeitos a diferentes tipos de risco. Além do mais, é impossível reproduzir a posteriori as exatas condições do processo de tomada de decisão e, tendo elas sido tomadas de forma desinteressada e em boa-fé, não podem os administradores serem acusados com base em uma situação ideal de conhecimento total das informações e onde o tempo não é escasso.<sup>120</sup>

Nesse sentido, a CVM em diversos julgados assentou o entendimento de que ao proferir decisões que expressam considerações a respeito do mérito de decisões negociais estariam extrapolando o papel do órgão regulador (e do Poder Judiciário).<sup>121</sup> Portanto, a autarquia reconhece que a análise conduzida no processo deve-se restringir ao processo que levou à decisão, não devendo adentrar o seu mérito.<sup>122</sup>

Embora o legislador não tenha enumerado os atos que constituem quebra ao dever de diligência, esse elemento encontra respaldo na Lei das S.A. No entanto, no

---

<sup>119</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/97, Rel. Maria Helena Santana, j. em 15 mar. 2007.

<sup>120</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/2004, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 15 mai. 2007.

<sup>121</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 10 mai. 2006. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/97, Rel. Maria Helena de Santana, j. em 15 mar. 2007. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2004/5392, Rel. Pedro oliva Marcilio de Souza, j. em 29 ago. 2006. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2004/3098, Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 25 jan. 2005.

<sup>122</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/8542, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 29 ago. 2006.

ordenamento brasileiro a violação ao dever de diligência ainda não é motivo de relevante responsabilização dos administradores.

Contudo, essa diferença não gera nenhuma incompatibilidade entre a *business judgment rule* norte-americana e o ordenamento jurídico nacional conforme Henrique Barbosa que defende que a falta de responsabilização dos administradores por infração ao *duty of care* “não implica que cumprimento do dever de diligência tenha deixado de figurar como requisito imprescindível à aderência da *business judgment rule*. De forma alguma! A regra não se altera em função do recibo em branco conferido aos administradores”<sup>123</sup>.

#### 3.2.4. Boa-fé

O último elemento previsto pela *business judgment rule* é a boa-fé que é plenamente compatível com o ordenamento brasileiro, conforme o artigo 155 da Lei das S.A.:

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

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

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

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do

---

<sup>123</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Business Judgment Rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de Direito Comercial**. Vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 485.

infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.<sup>124</sup>

Tanto a doutrina quanto a jurisprudência preveem que os administradores devem seguir o padrão de lealdade (*standard of loyalty*) que requer do administrador uma conduta de boa-fé e sempre no melhor interesse da companhia<sup>125</sup>.

Ademais, em casos de responsabilidade civil os administradores poderão responder pelos danos que causar ao proceder, dentro de suas atribuições ou poderes, de forma dolosa, segundo o artigo 158 da Lei das S.A:

Art. 158. 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.<sup>126</sup>

---

<sup>124</sup>BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 2 de outubro de 2019.

<sup>125</sup> EIZIRIK, Nelson. *Lei das S/A Comentada. Vol. II*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 366.

<sup>126</sup>BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 2 de outubro de 2019.

#### 4. APLICAÇÃO DA BUSINESS JUDGMENT RULE PELO JUDICIÁRIO E PELA CVM

Diante da escassa jurisprudência sobre o assunto<sup>127</sup>, essa questão será abordada principalmente a partir da análise de decisões proferidas pelo Colegiado da CVM em processos administrativos sancionadores e também a partir de alguns julgados do Poder Judiciário.

Com relação à CVM, em razão da autarquia ser destinada, dentre outras finalidades, a de supervisionar o mercado de capitais e o seu colegiado ser composto por julgadores mais técnicos, a *business judgment rule* costuma ser mais aplicada quando comparado ao Poder Judiciário.

A CVM afirma aplicar a *business judgment rule*<sup>128</sup>. Enfatiza, inclusive, que “conforme posição já consolidada no âmbito desta Autarquia, não compete à CVM adentrar no mérito da decisão, aplicando-se às circunstâncias a regra da decisão negocial (*business judgment rule*)”<sup>129</sup>.

##### 4.1. Aplicação pela CVM

Antes de 2003 a CVM apesar de não aplicar a regra da *business judgment rule* explicitamente, a autarquia já alertava para o fato de que o papel do regulador deveria se limitar à análise do processo decisório, e não da decisão negocial e seu mérito<sup>130</sup>.

---

<sup>127</sup> Mariana Pargendler esclareceu que a jurisprudência é escassa em razão da dificuldade de superar os requisitos procedimentais para a propositura da ação de responsabilidade fixados no artigo 159 da Lei das S.A.. Afirmou também que esse problema será agravado com a crescente busca pela arbitragem sigilosa para dirimir conflitos societários pelas companhias. PARGENDLER, Mariana. **Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro**. Revista dos Tribunais, v. 104, n. 953, mar. 2015, pp. 20-21.

<sup>128</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. J. em 15 mai. 2007. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2011/11073, Rel. Pablo Renteria, j. em 15 dez. 2015. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2013/1402, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 22 jul. 2014.

<sup>129</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2015/10677, Rel. Henrique Balduino Machado Moreira. J. em 07 fev. 2017.

<sup>130</sup> Inquérito Administrativo CVM nº 31/00, Rel. Norma Jonssen Parente voto do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 10 jul. 2003 e Processo Administrativo CVM nº RJ/2002/117, Rel. Norma Jonssen Parente, voto do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 2 out. 2003.

A primeira vez em que o Colegiado da CVM ponderou a aplicação da *business judgment rule* foi no julgamento do PAC CVM nº 03/02, instaurado após reclamações dos acionistas da Lorenz S.A. com a finalidade de averiguar a responsabilidade dos administradores no que tange a prática de uma decisão negocial relativa à distribuição de dividendos<sup>131</sup>.

No caso em questão, o voto vencedor do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos fez importantes ponderações em relação a discricionariedade dos administradores no exercício de suas funções, afirmando até que o artigo 159 da Lei das S.A. teria “tropicalizado” a *business judgment rule*:

E vai além, ainda, a Lei nº 6.404/76, que numa ‘tropicalização’ da *business judgment rule* permite inclusive que se exclua a responsabilidade dos administradores, quando se verificar que estes mesmo violando a lei agiram de boa-fé e no interesse da companhia, conforme diz expressamente o parágrafo 6º do art. 159.

Assim, segundo penso, os administradores e os acionistas têm discricionariedade para gerir o caixa da companhia e tomar as decisões que entenderem mais apropriadas ao interesse da companhia. E, nesse sentido, vezes há onde o caixa disponível não é suficiente para fazer face a todas as obrigações da companhia - inclusive com o estado, trabalhadores, credores e acionistas - e nessas hipóteses, dentre as decisões imperfeitas ou possíveis, a administração deverá decidir, discricionariamente, no tocante ao gerenciamento de caixa e o fluxo, a prioridade de pagamentos. A CVM, a meu ver, não deve se imiscuir nessa discricionariedade e, a bem dizer, nem tem este poder.

No julgamento do PAS CVM nº 11/96 o diretor Sergio Weguelin no seu voto afirmou que não caberia a autarquia avaliar a boa ou má administração, mas sim ao mercado: “ Em outros termos, embora caiba à CVM sancionar o abuso de poder de controle ou os atos de liberalidade, não lhe cabe sancionar a boa ou má gestão, estas que devem ser analisadas pelos próprios participantes do mercado”<sup>132</sup>.

---

<sup>131</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/02, Rel. Norma Jonssen Parente, j. em 12 fev. 2004.

<sup>132</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/96, Rel. Sergio Weguelin, j. em 29 jun. 2005.

Em 2006, no julgamento do PAS CVM nº RJ2005/1443 o diretor relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa utilizou expressamente a *business judgment rule* além de definir os princípios que o administrador deveria seguir para utilizar a regra da decisão negocial:

Para evitar os efeitos prejudiciais da revisão judicial, o Poder Judiciário americano criou a chamada "regra da decisão negocial" (*business judgement rule*), segundo a qual, desde que alguns cuidados sejam observados, o Poder Judiciário não irá rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência. A proteção especial garantida pela regra da decisão negocial também tem por intenção encorajar os administradores a servir à companhia, garantindo-lhes um tratamento justo, que limita a possibilidade de revisão judicial de decisões negociais privadas (e que possa impor responsabilidade aos administradores), uma vez que a possibilidade de revisão ex post pelo Poder Judiciário aumenta significativamente o risco a que o administrador fica exposto, podendo fazer com que ele deixe de tomar decisões mais arriscadas, inovadoras e criativas (que podem trazer muitos benefícios para a companhia), apenas para evitar o risco de revisão judicial posterior. Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito. Para utilizar a regra da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios:

- (i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação;
- (ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis conseqüências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e
- (iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (*duty of loyalty*).<sup>133</sup>

---

<sup>133</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 10 mai. 2006.

Em seu voto o diretor também afirmou que a *business judgment* em nada se diferencia do disposto no artigo 153 da Lei das S.A. e afirmou também que ela seria plenamente aplicável no Brasil:

A construção jurisprudencial norte-americana para o dever de diligência em nada discrepa do que dispõe o art. 153 da Lei 6.404/76, sendo possível utilizar-se, no Brasil, dos mesmos standards de conduta aplicados nos Estados Unidos. A utilização desses standards poderia fazer com que a aplicação do art. 153 fosse mais efetiva do que é hoje, pois poderíamos passar a observar o processo que levou à tomada da decisão para ver se os cuidados mínimos, que demonstram a diligência do administrador, foram seguidos, não nos limitando a simplesmente negar a possibilidade de re-análise do conteúdo da decisão tomada.

No ano seguinte no julgamento do PAS CVM nº RJ2005/0097 a diretora relatora Maria Helena Santana ressaltou que CVM deveria evitar que a sua eventual avaliação influenciasse sobre a legalidade da atuação dos administradores, pois ao analisar a decisão *a posteriori* a autarquia teria conhecimento do resultado daquela decisão e essa possível revisão da legalidade dos atos de administração poderia reduzir a tomada de risco por parte dos administradores das companhias:

O regulador deve evitar que sua eventual avaliação seja fator que influencie a análise sobre a legalidade da atuação dos administradores, pois pode observar as decisões tomadas por eles em condições de certa forma mais favoráveis, e sem dúvida bastante distintas das que enfrenta o gestor na hora de fazer escolhas.

O gestor de companhia lida com restrições de tempo e de recursos que o levam a dedicar mais ou menos tempo a certas decisões, a realizar estudos mais ou menos aprofundados em cada caso, e isso faz parte de suas responsabilidades. Além disso, ele certamente dispõe de dados que não estão disponíveis para o regulador, os quais considera em suas decisões.

Mas a análise da CVM sobre determinado ato de gestão conta com uma grande vantagem, que não seria justo permitir que fosse usada em prejuízo dos administradores: ela é feita de posse da informação sobre o resultado que o ato acarretou. Se a revisão da legalidade de atos de administração, portanto, puder avançar em aspectos do mérito das decisões, estaremos correndo o risco de reduzir o dinamismo de nossas companhias abertas, pois estará sendo



incentivada uma postura extremamente avessa ao risco por parte dos seus administradores.<sup>134</sup>

No ano de 2007 foi julgado o PAS CVM nº 21/04 que foi instaurado para apurar a responsabilidade dos diretores do Banco do Brasil S.A. (Banco do Brasil) por descumprimento do dever de diligência em função de irregularidades relacionadas ao investimento efetuado pelo BB – Banco de Investimentos S.A., subsidiária integral do Banco do Brasil em ações preferenciais da Pegasus AG Telecom S.A.

O relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa em seu voto adotou um posicionamento condizente com a *business judgment rule* e assentou os critérios para aplicação do dever de diligência a casos concretos:

Neste processo, a principal imputação é a de violação do dever de diligência – art. 153 da Lei 6.404/76. Os termos desse dispositivo enunciam conceitos jurídicos indeterminados, sem especificar critérios para sua aplicação aos casos concretos. Usualmente, as posições doutrinárias sobre esses dispositivos procuram analisar esses conceitos sem, ainda, estabelecer critérios para sua aplicação a casos concretos. Em sua atividade sancionatória, a CVM vem, ao longo do tempo, estabelecendo esses critérios. Entre eles, pode-se citar os seguintes:

- (i) Se ao administrador for imputado apenas descumprimento do dever de diligência, a CVM não pode entrar no mérito da decisão negocial;
- (ii) Não há violação ao dever de diligência, quando o administrador toma (ou deixa de tomar) uma decisão, se sua decisão é informada, refletida e desinteressada;
- (iii) Quando a decisão for desinteressada, aplicam-se as regras do dever de lealdade (ats. 154 e 155), a partir das quais é possível analisar o mérito da decisão negocial (em outras palavras, o ônus da prova da legitimidade e justiça do ato passa a ser de quem agiu sem observância do dever de lealdade);
- (iv) O administrador não pode alegar falta de competência ou conhecimento técnico;
- (v) O administrador não pode alienar-se do processo decisório; e

---

<sup>134</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/0097, Rel. Maria Helena Santana, j. em 15 mar. 2007.

(vi) Decisões tomadas sem boa-fé, ou com o intuito de fraudar a companhia ou os investidores não estão protegidas pelas regra da decisão negocial – item “j” acima.<sup>135</sup>

Ademais, o relator afirmou que a avaliação da diligência da conduta desinteressada de um administrador traduz-se na revisão do processo decisório incorrido por este, ressaltando as razões para tanto:

- (i) ausência de capacitação técnica dos agentes da administração pública (e do Poder Judiciário) para se substituírem aos administradores na tomada de decisões negociais;
- (ii) reconhecimento de que (a) as decisões dos administradores são tomadas com uma quantidade limitada e imperfeita de informações, inclusive com relação ao desenvolvimento futuro dos fatos e às informações não conhecidas ao tempo da tomada da decisão negocial, e (b) o tempo dos administradores é limitado e deve ser por ele alocado para a tomada de diferentes decisões, com isso, a revisão posterior dos atos tomados sob essas condições é sempre feita a partir de uma quantidade não similar de tempo;
- (iii) a revisão posterior, com base em mais informações e mais tempo, diminui o incentivo para que os administradores tomem decisões que envolvam riscos, em razão da possibilidade de responsabilização pessoal; e
- (iv) as companhias abertas perderão competitividade para atrair administradores capacitados, em razão da possibilidade de responsabilização pessoal, a ser decidida com base em um conjunto de informações e sob situação diversa da que estarão submetidos quando tomarem suas decisões.

A *business judgment rule* também foi utilizada pela CVM no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 08/05<sup>136</sup>, em que acionistas minoritários da Trikem S/A questionaram o processo de incorporação da companhia à Braskem S/A, sua controladora, por conta de desajustes no critério de avaliação que estabeleceu a relação de substituição das ações.

Ao analisar a conduta dos administradores o relator discorreu sobre o sistema de responsabilidade civil dos administradores de companhia, o qual “não é pessoalmente

---

<sup>135</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/04, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 15 mai. 2007. As referências a outros processos foram omitidas.

<sup>136</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05, Rel. Eli Loria, j. em 12 dez. 2007.

responsável em virtude de ato regular de gestão, conforme disposto em seu art. 158, não respondendo por eventuais prejuízos decorrentes de decisões bem informadas e tomadas de boa-fé”, ou seja, “desde que o administrador tenha cumprido com seus deveres legais, contratuais e estatutários, ele não responde pelo eventual insucesso de sua decisão, inclusive porque o insucesso resulta, muitas vezes, de alguma situação de mercado sobre a qual o administrador não tem controle”. A isso o relator denominou “Regra da Decisão Negocial”, a qual “indica que suas decisões [do administrador] não devem ser questionadas exceto em caso de má fé, erro ou ato ilícito, devendo ser discutido, apenas, se houve descumprimento dos deveres legais e estatutários impostos aos administradores no processo decisório”, e entendeu que “eventual revisão posterior da decisão negocial deve restringir-se apenas ao processo que levou até ela, deixando de lado o mérito, a conveniência ou a oportunidade da medida”.

A discricionariedade do administrador também foi defendida dois anos depois no julgamento do PAS CVM nº 14/05<sup>137</sup>, em que ficou clara a postura da autarquia de não adentrar no mérito da decisão negocial quando não há violação dos deveres fiduciários a que estão sujeitos os administradores.

O diretor Otávio Yazbek em seu voto entendeu que o processo tratava de uma questão sujeita a exame pela *business judgment rule*:

A discricionariedade dos administradores é, frise-se, aquela que se desenvolve livremente, dentro de um espaço que é deliberadamente deixado para estes, observados os demais mecanismos de controle da sociedade e as demais instâncias decisórias. A rigor, parece-me que é isso que se está questionando: o juízo dos administradores acerca de determinadas decisões.

Assim, o diretor concluiu que o modelo tarifário e os critérios adotados para o faturamento complementar, matérias que estavam sendo discutidas no PAS, tratavam-se de “decisão empresarial, motivo pelo qual não creio que se possa validamente atacar ou validar o seu conteúdo e tão pouco daí tirar a consequência pretendida em termos de responsabilização dos administradores”.

---

<sup>137</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/05, Rel. Eli Loria, j. em 5 mai. 2009.

No ano seguinte foi julgado o PAS CVM nº 18/08, conhecido como o “caso Sadia”, um dos mais emblemáticos precedentes de descumprimento do dever de diligência por parte dos administradores das companhias. O processo administrativo foi motivado pelas perdas superiores a 760 milhões de reais pela companhia, em função da liquidação antecipada de operações com derivativos que comprometiam mais de 20% do patrimônio líquido da sociedade, em desrespeito à política financeira da companhia<sup>138</sup>.

Cabe destacar, que segundo a política financeira da Sadia, a companhia só poderia realizar operações financeiras se, somadas todas elas, o montante máximo que se esperasse poder perder fosse equivalente a 20% do seu patrimônio líquido. Contudo, nas operações em questão o valor das perdas possíveis com o investimento em derivativos cambiais chegou a cerca de 80% do ativo total da companhia. Desse modo, os acionistas argumentaram que o diretor financeiro não poderia ter arriscado tamanho montante do patrimônio social com essas operações, pois isso era algo que estava fora do seu campo de discricionariedade. Assim, o administrador foi acusado de não ter empregado a diligência exigida para o exercício de seu cargo ao desrespeitar a política financeira da companhia, descumprindo o artigo 153 da Lei das S.A.

No julgamento do PAS, o Colegiado da CVM refutou a aplicação da *business judgment rule*, sob o argumento que o ponto a ser analisado era se a política financeira da Sadia foi ou não devidamente respeitada por seus administradores, não adentrando no mérito da decisão negocial. Outrossim, o diretor relator Alexsandro Broedel Lopes enfatizou em seu voto que a substancia da decisão do administrador não estava sendo questionada:

Esclareça-se que não está se falando do julgamento negocial dos administradores acerca do nível adequado de risco e retorno que a companhia deve se expor. Essa é uma decisão gerencial que não deve ser questionada por esta autarquia.

Nesse ponto, abro um parêntese para debater, desde já, o argumento de defesa que levantou a utilização do chamado “business judgment rule”, pelo qual os atos realizados pelo administrador na regular gestão da companhia, segundo o seu julgamento de conveniência e oportunidade, não podem ser atacados se os seus efeitos se mostraram danosos. Esse argumento de defesa está correto.

---

<sup>138</sup> Processo Administrativo Sancionador nº 18/08, Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010.

Porém, não se aplica ao presente caso, tendo em vista que: (i) não está em discussão a decisão da Sadia em realizar operações complexas, com derivativos; (ii) não está em discussão, tampouco, os prejuízos gerados por essas operações. Como se desenvolverá no decorrer desse voto, estamos discutindo, tão somente, a diligência dos seus administradores na adoção e monitoração dos sistemas de controles, que serviam para a verificação do cumprimento das políticas internas implantadas na própria Sadia.

Ademais, no âmbito desse processo, o Colegiado da autarquia entendeu também que os administradores tinham o dever de se informar: “como corolário do dever de diligência, impõe aos administradores o dever de analisar criticamente as informações que lhes são fornecidas e, mais do que isso, apurar se tais informações merecem ser complementadas”. Desse modo, a CVM entendeu que os membros do Comitê de Auditoria e do Comitê Financeiro, responsáveis pelo monitoramento do gerenciamento de riscos e pela política financeira, respectivamente, descumpriram seu dever de investigar, pois diante de informações incompletas não solicitaram mais informações ou avaliaram a exposição ao risco que a companhia estava sujeita.

Portanto, o Colegiado da autarquia, em face da atuação não diligente do diretor financeiro da Sadia, afastou a aplicação da *business judgment rule* e, por maioria, decidiu pela condenação do acusado à pena de inabilitação temporária por três anos para o exercício do cargo de administrador de companhia aberta<sup>139</sup>.

A CVM adotou posicionamento semelhante no julgamento de dois processos administrativos ao afastar a aplicação da *business judgment rule* devido ao descumprimento do dever de diligência por parte dos administradores. O primeiro foi o PAS CVM nº 24/06<sup>140</sup>, em que a autarquia entendeu que o administrador teria descumprido o dever de diligência por não ter supervisionado diligentemente as

---

<sup>139</sup>O caso Sadia também foi discutido no Poder Judiciário. Os acionistas da Sadia ajuizaram contra o diretor financeiro uma ação social de reparação de danos, que chegou ao STJ no Recurso Especial nº 1.313.725-SP (STJ, Resp nº 1313725-SP, Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Brasília, 29 jun. 2012). Entretanto, o mérito da ação não chegou a ser analisado. O STJ entendeu que devido ao fato de que as demonstrações financeiras e as contas do administrador referentes ao exercício financeiro de 2008 tinham sido aprovadas em assembleia geral ordinária, absolveu-o preliminarmente, com base no § 3º do artigo 134 da Lei das S.A., segundo o qual “[a] aprovação, sem reservas, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 286)”.

<sup>140</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/06, Rel. Otavio Yazbek, j. em 18 fev. 2013.

atividades da companhia<sup>141</sup>. O segundo caso foi o PAS CVM nº 11/02<sup>142</sup>, em que a *business judgment rule* foi afastada porque os administradores do Banco do Estado do Paraná S.A. – Banestado teriam desrespeitado controles internos da companhia e faltado com atenção e reflexão sobre *red flags* levantadas por esses controles.

No julgamento do PAS CVM nº 01/2009, o diretor relator Roberto Tadeu enfatizou que os standards do dever de lealdade são diferentes daqueles do dever de diligência e nos casos em que é analisado uma possível quebra no dever de lealdade por parte do administrador seria possível analisar o mérito da decisão negocial:

Especificamente quanto aos standards do dever de lealdade, infere-se que são aplicáveis quando o administrador tem interesse na decisão, dado que, caso contrário, aplicam-se os standards do dever de diligência previsto no art. 153 da mesma Lei.<sup>143</sup>

No âmbito do julgamento do PAS CVM nº 2011/11073 o diretor relator Pablo Renteria ressaltou o uso reiterado da *business judgment rule* pelo Colegiado da autarquia ao analisar apenas processo decisório dos administradores sem levar em consideração o mérito das decisões:

Por essa razão, ao examinar o cumprimento do dever de diligência por parte do administrador, a CVM tem levado em consideração o processo decisório observado, e não o mérito da decisão ou os resultados que dela decorreram. No caso concreto, caberia à área técnica averiguar se, ao decidir por adquirir a mencionada unidade industrial e, posteriormente, arrendá-la, os acusados agiram (i) de forma diligente, procurando reunir e estudar as informações relevantes que razoavelmente se encontravam ao seu alcance; (ii) de boa-fé; e (iii) no que acreditavam ser o melhor interesse da Clarion. No entanto, ao avaliar tão somente as condições financeiras da Companhia e os termos

---

<sup>141</sup> Segundo o voto do diretor relator: “Não se está negando a aplicabilidade, ao direito brasileiro, da racionalidade subjacente à *business judgment rule*, presente tanto na doutrina quanto nas decisões norte-americanas e mesmo naquelas tomadas por esta autarquia. O exercício feito acima pretende, apenas, distinguir com maior clareza as hipóteses em que se deve aplicar esta racionalidade (ainda que com alguns temperamentos) de outras cujo reexame reclama ponderações de ordem distinta” (PAS CVM nº 24/06, Rel. Otavio Yazbek, j. em 18 fev. 2013).

<sup>142</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/02, Rel. Luciana Dias, j. em 26 fev. 2013.

<sup>143</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2009, Rel. Roberto Tadeu, j. em 2 jun. 2015.

contratuais da operação, parece-me que a acusação se baseou, exclusivamente, no mérito da decisão dos diretores.<sup>144</sup>

No julgamento do PAS CVM nº RJ2014/5099, que analisou a violação dos deveres fiduciários por parte dos conselheiros de administração, por terem proposto à Assembleia Geral a fixação de remuneração global exorbitante para os administradores da Companhia, bem como por definir a própria remuneração individual de forma totalmente desconectada aos valores praticados no mercado. No seu voto o relator Gustavo Borba ressaltou que não caberia a CVM avaliar a remuneração desses profissionais, exceto em casos de abuso na fixação dessas remunerações, com a finalidade de punir desvios de poder e violação aos deveres de diligência e lealdade:

Assim, não seria desejável que a CVM ingressasse na análise da competência ou reputação dos administradores para avaliar a escolha do profissional ou o nível de sua remuneração, uma vez que essas decisões possuem alto grau de discricionariedade e cabem, por lei, aos órgãos da sociedade.

Há, contudo, situações excepcionalíssimas em que se afigura manifesto o abuso na fixação dessas remunerações, o que pode impor a atuação da CVM, como fiscalizador de mercado, para punir desvios de poder e violação aos deveres de diligência e lealdade que porventura venham a ocorrer.<sup>145</sup>

Portanto, após a análise dos casos acima mencionados, verifica-se que a *business judgment rule* e seus princípios estão consolidados e possuem amplo espaço na jurisprudência da CVM. Conforme demonstrado por Henrique Moreira no julgamento do PAS CVM nº 2015/10677 que ressaltou que segundo a posição consolidada no âmbito da CVM, não seria da competência da autarquia o exame do mérito de decisões negociais:

Não cabe ao regulador colocar-se no lugar do administrador e determinar qual deveria ter sido o desfecho ideal para determinado negócio, pois, conforme posição já consolidada no âmbito desta Autarquia, não compete à CVM adentrar no mérito da decisão, aplicando-se às circunstâncias a regra da decisão negocial (*business judgment rule*).<sup>146</sup>

---

<sup>144</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2011/11073, Rel. Pablo Renteria, j. em 15 dez. 2015.

<sup>145</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2014/5099, Rel. Gustavo Borba, j. em 12 abr. 2016.

<sup>146</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2015/10677, Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. em 7 fev. 2017.

Após a análise dos processos administrativos reportados acima, é possível verificar que, no que concerne às decisões proferidas pelo Colegiado da CVM, a *business judgment rule* foi expressamente aplicada em diversas oportunidades. Desse modo, a consolidação da regra norte-americana no entendimento da autarquia reforça a tese de que, embora não seja expressamente positivada, a *business judgment rule* é compatível com o ordenamento nacional e encontra-se incorporada a ele, sendo aplicada quando verificados os seus pressupostos.

#### 4.2. Aplicação pelo Judiciário

A primeira dificuldade na construção jurisprudencial da regra da *business judgment rule* no Brasil é o reduzido número de ações de responsabilidade civil contra os administradores de companhias. Em um estudo quantitativo sobre os precedentes do Tribunal de Justiça de São Paulo entre 1998 e 2005, foi demonstrado que dentre as 50 demandas societárias identificadas, apenas 6% delas tratavam de responsabilidade de administradores<sup>147</sup>.

Osmar Corrêa Lima em 1989 já dizia que matérias envolvendo a responsabilidade de administradores eram raramente debatidas no Poder Judiciário, conforme demonstrado abaixo:

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 explicada por todos os fatores acima; desconfiança de que mesmo as decisões justas venham a ser executadas. Por essas e outras, a contribuição do poder judiciário, nessa área, tem sido, quantitativamente, pequena. É claro que essa limitação quantitativa influi na própria qualidade das decisões. Quanto maior o número de casos num determinado setor do Direito,

---

<sup>147</sup> PRADO, Viviane M.; BURANELLI, Vinicius C. Relatório da pesquisa de jurisprudência sobre direito societário e mercado de capitais no tribunal de justiça de São Paulo. Cadernos Direito GV, vol. 2, n. 1, 2006, p. 19.



maiores serão os questionamentos, as pesquisas, os estudos, as reflexões e os *insights*.<sup>148</sup>

Ademais, a escassez de precedentes judiciais sobre o tema também pode ser justificada pelas dificuldades em superar as exigências do artigo 159 da Lei das S.A para a propositura de ações sociais. O primeiro empecilho está presente no caput do artigo 159 da Lei que prevê que para que a companhia possa propor uma demanda indenizatória contra seus administradores é necessário prévia deliberação da assembleia geral que autorize a ação social *ut universi*<sup>149</sup>. Outrossim, o § 4º do mesmo artigo dificulta a ação social *ut singuli* por acionistas, ao exigir que do demandante a titularidade de ações que representem ao menos 5% do capital social da companhia<sup>150</sup>.

Apesar do reduzido número de discussões a respeito da recepção da *business judgment rule* pelo judiciário, é possível constatar que os magistrados brasileiros têm consciência de que a gestão de sociedades anônimas é mais eficiente se não sofrer exageradas intervenções estatais.

O Judiciário no âmbito do Agravo de Instrumento nº 257.870-4/4 já demonstrou ter ciência das suas limitações no campo da gestão de recursos, no voto do desembargador relator:

[o] Judiciário já não sabe administrar suas próprias instituições pela ausência de quadro adequado de administradores profissionais e pelo despreparo dos juizes para o exercício de funções administrativas. Se ele se propuser a gerir bens de terceiros, o desastre que virá ocorrer será totalmente previsto. Se a empresa está em crise, se o mercado é desfavorável, a gestão que se exige é de pessoa extremamente capaz para contornar as dificuldades.<sup>151</sup>

---

<sup>148</sup> CORRÊA LIMA, Osmar Brina. **Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, p. 101-102.

<sup>149</sup> 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.

<sup>150</sup> § 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

<sup>151</sup> TJSP, Agravo de Instrumento nº 257.870-4/4, Rel. Des. Mauro Vidigal, São Paulo, j. em 24 set. 2002.

Esse mesmo posicionamento foi adotado no julgamento de outros dois Agravos de Instrumento no ano de 2003.<sup>152</sup>

Contudo, no ano seguinte no âmbito do julgamento da Apelação Cível nº 7.460/04, que se tratava de uma ação proposta pelos acionistas da companhia Semenge S/A – Engenharia e Empreendimentos, com fundamento nos artigos 158 e 159 da Lei das S.A, contra o diretor da companhia pela aquisição de títulos públicos por valores que não seriam condizentes com o mercado, o julgador extrapolou o exame decisório ao analisar também a decisão negocial do administrador:

Por outro lado, a falta de boa-fé, ai, está evidente, porque, se tivesse havido ‘INVESTIMENTO’ – e não houve, pois ninguém, em sã consciência, investe em títulos dessa natureza, teria ocorrido evidente negligência do réu na aquisição dos referidos títulos, causando danos à entidade. [...] Para chegar-se a essa conclusão, desnecessária seria a produção de qualquer prova. [...] o ‘investimento’, que teria sido feito pelo réu, foi, na realidade, catastrófico, pois são remotas as possibilidades do retorno do vultuoso capital investido.<sup>153</sup>

Diante da decisão desfavorável, o diretor interpôs o Recurso Especial nº 810.667, o qual o relator ressaltou que para que houvesse a responsabilização do diretor, era necessário que ele tivesse ofendido à Lei ou ao estatuto ou, se dentro das suas atribuições, tivesse incorrido em dolo ou culpa, concluindo que no caso em questão a decisão equivocada não imporia o dever de indenizar:

Adotando uma opção empresarial regular, com objetivo de lucro, que depois se mostrou equivocada, o administrador está imune ao dever de indenizar. O prejuízo e o lucro, como faces da mesma moeda, são inerentes à atividade empresarial. Não basta, portanto, que a sociedade experimente prejuízo para que o administrador tenha dever de indenizar. Para que haja responsabilidade, é preciso que ele atue em ofensa à Lei ou ao estatuto ou, dentro de suas atribuições, incorra em dolo ou culpa. [...] Por isso é que não vejo culpa da recorrente na aquisição de tais títulos. Foi uma estratégia empresarial que se demonstrou equivocada. Hoje, depois de consolidado o entendimento, é fácil

---

<sup>152</sup> TJSP, Agravo de Instrumento nº 311.002-4/7, Rel. Des. Mauro Vidigal, São Paulo, São Paulo, j. em 7 out. 2003; e TJSP, Agravo de Instrumento nº 257.870-4/4, Rel. Des. Mauro Vidigal, São Paulo, j. em 24 set. 2002.

<sup>153</sup> TJRJ, Apelação Cível n 7.460/04, Rel. Des. Nilton Modego de Carvalho Lima, Rio de Janeiro, j. Em 18 ago. 2004.

dizer que o recorrente errou. Na época da aquisição, porém, o equívoco não era patente. A estratégia, por si, não imporia o dever de indenizar.<sup>154155</sup>

Em 2007, no âmbito do julgamento da medida cautelar nº 10.102-RJ, a Ministra relatora Nancy Andrichi ressaltou que não seria função do Poder Judiciário gerir sociedades empresárias, mas sim de solucionar conflitos:

Com efeito, a partir de uma simples cautelar, tem-se hoje, a tentativa de ambas as partes em imputar ao Judiciário não o dever de solucionar conflitos, mas sim o de gerir, pormenorizadamente, a própria atividade econômica da empresa privada, pois a infinidade de petições e agravos atravessados no processo veiculam a pretensão de impelir o STJ a decidir sobre questões como a viabilidade financeira da venda de determinado imóvel do ativo, a legalidade da compra de antigos Títulos da Dívida Pública (questão que está, aliás, sendo analisada no Resp nº 810.667/RJ), a conveniência de uma carta de intenções para a construção de um edifício firmada com outra empresa e a eventual necessidade de dividir entre os então diretores o ônus quanto ao depósito de fundos em determinado banco que veio a sofrer intervenção judicial, apenas para dar alguns exemplos.<sup>156</sup>

No ano seguinte, no julgamento da Apelação Cível nº 2008.001.13308 pelo TJRJ o desembargador relator Carlos Santos de Oliveira, seguindo os princípios da *Business judgment rule*, afirmou que a intervenção do Judiciário somente seria cabível em casos de fraude, violação de lei ou do estatuto social, conforme demonstrado abaixo:

[...] deve ficar consignado que tanto a necessidade de aumento de capital quanto a forma utilizada para este aumento, ou mesmo o preço fixado para a subscrição de ações emitidas, encontram-se no campo do arbítrio dos órgãos societários, afastando-se a intervenção do judiciário quando não for hipótese de fraude, violação de lei ou do estatuto social. Ainda que para esta afirmação mostre-se despiendo adentrar na tese defendida pelo réu, de que cabe ao Conselho de Administração tomar estas decisões, não podendo os sócios questioná-las, entende este relator que se não houver a demonstração de ilícito perpetrado não deve o julgador interferir na decisão tomada pela companhia,

---

<sup>154</sup>STJ, Recurso Especial nº 810.667-RJ, Rel. Ministro Humberto Gomes de Barros, Brasília, j. em 14 out. 2008.

<sup>155</sup>No entanto, tendo em vista que o recorrente violou o estatuto social da companhia, o ministro votou pela sua condenação.

<sup>156</sup>STJ, Medida Cautelar nº 10.102-RJ, Rel. Ministra Nancy Andrichi, Brasília, j. em 16 out. 2007.

sob pena de ferir a autonomia da atividade econômica e substituir-se o critério subjetivo da sociedade.<sup>157</sup>

No mesmo ano, no julgamento da Apelação Cível nº 543.194-4/9-00, que envolvia a cobrança de seguro de responsabilidade Civil dos administradores de sociedades anônimas (o seguro D&O, em referência à expressão da língua inglesa *Directors and Officers*), a *business judgment rule* foi expressamente mencionada. Contudo, apesar da regra apenas ter sido mencionada, sem interferir no julgamento do litígio, a definição adotada pelo TJSP posicionava os deveres de diligência e lealdade como balizas para o escrutínio do Judiciário sobre os atos da administração das companhias:

E adveio, então, a definição da efetiva responsabilidade dos administradores pelos seus atos de gestão, que na prática alienígena definiu-se nos clássicos deveres de cuidado e lealdade, encampados como pressupostos de avaliação da conduta do administrador sobre a nomenclatura da *business judgment rule* [...] No âmbito dos contratos de seguro de responsabilidade empresarial e sobre o específico tema da *business judgment rule*, a australiana Annette Greenhow [...] sustenta que a boa-fé é pressuposto mesmo para o emprego da mencionada regra como parâmetro de avaliação da gestão empresarial. Em outras palavras, havendo má-fé na conduta do dirigente sequer pode ter lugar a aplicação da *business judgment rule*. [...] Aliás, a boa-fé e ação no interesse da companhia, que compõe, como dito, a avaliação preliminar no âmbito da *business judgment rule*, são deveres de tal forma ínsitos à própria conduta do administrador que a práxis americana os considera, ainda segundo a mesma autora, como pressupostos de qualquer análise de conduta empresarial, sendo despicienda sua própria menção expressa no enunciado da regra [...]. Não foi por menos que o legislador pátrio, na atual lei societária e nas suas alterações posteriores isso expressamente indicou (vide, a propósito, as disposições dos artigos 153 a 158 do referido diploma).<sup>158</sup>

No julgamento do Recurso Especial nº 1.349.233/SP o Ministro relator Luis Felipe Salomão demonstrou mais uma vez a atuação do Judiciário conforme a *business judgment rule*. No entanto, no caso em questão a regra não foi aplicada devido à prática de atos fraudulentos pelo diretor:

---

<sup>157</sup> TJRJ, Apelação Cível nº 2008.001.13308, Rel. Des. Carlos Santos de Oliveira, Rio de Janeiro, j. em 29 abr. 2008.

<sup>158</sup> TJSP, Apelação Cível nº 543.194-4/9-00, Rel. Des. Vito Guglielmi, São Paulo, j. em 11 dez. 2008.

No ponto, é bem verdade que a controvérsia se hospeda na questão da qualidade da gestão, cujo reconhecimento, a despeito de não exigir progresso financeiro a todo custo, impõe ao administrador que envide todos os esforços possíveis para atingir o fim social. Aqui, de fato, o administrador assume uma responsabilidade de meio e não de resultado, de modo que somente os prejuízos causados por culpa ou dolo devem ser suportados por ele.

Daí por que, em regra, erros de avaliação para atingir as metas sociais não geram responsabilidade civil do administrador para com a companhia, se não ficar demonstrada a falta de diligência que dele se esperava (art. 153 da LSA). Com razão, portanto, afirmar-se doutrinariamente que o administrador 'não responde pela efetiva realização dos fins sociais, sujeitos também à implementação de várias condições não inteiramente controláveis pela administração societária. A pesquisa jurídica sobre a incidência da norma do art. 153 da LSA, em determinado caso, não precisa e não deve ultrapassar os limites da apreciação técnica pertinente ao cumprimento da obrigação de meio'.<sup>159</sup>

Não obstante essa construção, no caso em exame, segundo apuraram as instâncias ordinárias, não se trata simplesmente de uma gestão infrutuosa - o que seria tolerável no âmbito da responsabilidade civil -, caso não demonstrada a falta de diligência do administrador.<sup>160</sup>

Conforme demonstrado nos precedentes anteriores, apesar da *business judgment rule* não ter sido efetivamente aplicada aos casos concretos, ela tem sido citada em alguns julgados, mas sem servir de base para a decisão judicial final. Desse modo, apesar de não haver uma jurisprudência sólida em relação a regra, ela tem sido indicada e sinalizada pelos magistrados brasileiros.

---

<sup>159</sup> A citação presente no voto do relator refere-se à obra COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de direito comercial. Vol. 2, 13ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 254.

<sup>160</sup> STJ, Resp nº 1.349.233-SP, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Brasília, j. em 6 nov. 2014.

## CONCLUSÃO

Com a pesquisa, foi possível verificar que a *business judgment rule* consiste em um standard de revisão desenvolvido originalmente pelos Tribunais norte-americanos para a análise e resolução de casos nas quais se pleiteia a responsabilização do administrador. A chamada regra do julgamento do negócio estabelece uma presunção relativa de que, ao tomar uma decisão negocial, o administrador atuou de maneira informada, de boa-fé e no interesse da companhia. Desse modo, caberá ao autor comprovar que algum desses elementos não está presente para afastar essa presunção e, conseqüentemente, responsabilizar o administrador. Caso o autor não consiga afastar essa presunção, os julgadores não deverão avaliar o mérito da decisão de negócio questionada e o administrador não poderá ser pessoalmente responsabilizado pela sua decisão negocial.

Percebe-se que a administração de companhias está relacionada à tomada de riscos. Logo, para obterem lucro os administradores muitas vezes se deparam com situações de risco e incerteza e mesmo aqueles mais diligentes e honestos podem cometer erros. Nesse cenário, foi demonstrado neste trabalho que, observados os padrões de conduta estabelecidos nos termos da lei, não cabe a responsabilização dos administradores pelo insucesso de decisões negociais tomadas de forma diligente, desinteressada, independente e de boa-fé. Isso porque, conforme analisado, as decisões lucrativas envolvem grandes riscos e não seria razoável que os administradores sofressem os efeitos adversos de decisões tomadas visando a resultados lucrativos para a sociedade.

No segundo capítulo foi analisada a origem e o desenvolvimento da *business judgment rule* no ordenamento norte-americano. Outrossim, foram analisadas as tentativas de codificação e a sua aplicação no direito norte-americano. Também foram estudadas suas principais características e foram examinados os seus quatro elementos: (i) ocorrência de uma decisão negocial; (ii) desinteresse e independência; (iii) diligência; e (iv) boa-fé. Assim, foi demonstrado que ao vedar a revisão de decisões negociais, por parte do Poder Judiciário, tomadas diligentemente, de boa-fé e no interesse da companhia, a regra protege os administradores honestos que, por conta de uma imprevisibilidade ou pela atuação do mercado, trouxeram prejuízos à companhia.

No terceiro capítulo buscou-se analisar a aplicabilidade da *business judgment rule* no ordenamento brasileiro e a sua recepção, para isso foram citados diversos doutrinadores que já se debruçaram sobre o tema, os quais se posicionaram tanto favoráveis quanto desfavoráveis à tese de que a regra teria sido recepcionada pelo ordenamento brasileiro. Ademais, buscou-se investigar as diferenças na aplicação da regra pelo direito brasileiro.

Desse modo, concluiu-se que a *business judgment rule* seria plenamente compatível com as normas do ordenamento brasileiro, podendo afirmar que os seus principais elementos e características têm lugar na Lei das S.A

Por fim, no último capítulo foi analisado casos julgados pela CVM e pelo Judiciário que versavam sobre a responsabilização dos administradores de companhias.

Após análise dos casos julgados pela CVM foi verificado que o Colegiado da autarquia, utilizou a regra de maneira bastante reiterada em um grande número de processos administrativos sancionadores, demonstrando que os princípios da *business judgment rule* estão consolidados no ordenamento brasileiro.

No Poder Judiciário, apesar da regra não ainda não estar consolidada em sua jurisprudência, após a análise de alguns julgados, foi possível verificar algumas manifestações que seguem os princípios da regra, sinalizando que os magistrados respeitam a regra do julgamento do negócio e têm ciência da necessidade de uma interferência mínima do Poder Judiciário no campo de atuação dos administradores de companhias.

Assim, é possível afirmar que os magistrados brasileiros têm ciência do quão relevante é a preservação da discricionariedade dos administradores quanto a tomada de decisões negociais, bem como da necessidade de uma interferência mínima do Poder Judiciário. Afinal, conforme apontado pela ex-diretora da CVM Ana Dolores de Novaes, “é muito fácil apontar que uma decisão foi errada olhando pelo retrovisor do tempo”.<sup>161</sup>

---

<sup>161</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/9574, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 27 nov. 2012.

## REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009.

BAINBRIDGE, Stephen M. The Business Judgment Rule Abstention Doctrine. **Ucla School of Law's Law & Economics Research Paper Series**. Research Paper n. 03-18.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporation Law and Economics**. Nova York: West Group, 2002, p. 274. *Sinclair Oil Corp v. Levien*, 280 A.2d 717 (1971).

BARBOSA, Henrique Cunha. Business Judgment Rule. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de Direito Comercial**. Vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2015

BLACK, Bernard. The Core Fiduciary **Duties of Outside Directors**. *Asia Business Law Review*, Singapore, p. 3-16, July 2001.

BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. **The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors**. 6. ed. Vol. 1. New York: Aspen Publishers, 2009.

BLOK, Marcella. **Business Judgment Rule: a responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas**. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 46. Out. 2009.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BRANSON, Douglas M. The Rule That Isn't a Rule – The Business Judgment Valparaíso University Law Review. vol. 36. Nº 3.

BRASIL. **Lei n. 6.385/76, de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm)> Acesso em: 2 de outubro de 2019.



BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em: 2 de outubro de 2019.

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

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de Companhias e a Business Judgment Rule: uma análise à luz do direito brasileiro,** Rio de Janeiro, 2014.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das Companhias.** Rio de Janeiro: Forense, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. **A nova Lei das Sociedades Anônimas: seu modelo econômico.** 2. ed. Rio de Janeiro. Paz e Terra, 1977.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205.** Ed. Ver. e atual. São Paulo; Saraiva.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4 ed., vol. 3. São Paulo:** Saraiva, 2009.

CINTRA, Antonio Carlos Fontes. Responsabilidade dos administradores perante a má fortuna do negócio e a business judgment rule. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais.** V. 58, out. 2012.

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

CÔRREA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Anônima.** 3. ed. rev. e atual. Belo Horizonte: Del Rey, 2005.

DOOLEY, Michael P. **Rules, Standards and the Model Business Corporation Act. Law and Contemporary Problems**, Durham, vol. 74-45, p. 45-56, inverno 2011, p. 45.

EINSENBURG, Melvin A. **The Divergence of Standard of Conduct and Standards of Review in Corporate Law**. *Forham Law Review*. V. 62. N. 3. 1993, p. 437-468, p. 437.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. II, 2011.

EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Vol. 59. Abr. – jun. 1983, p. 42-56.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

FRAZÃO, Ana. **Função Social da Empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, 468 p.

GOMES, Orlando. Responsabilidade dos Administradores de Sociedade por Ações. **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo: nº 8, ano XI, 1972.

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

HANSEN, Charles. **The Duty of Care, the Business Judgment rule, and the American Law Institute Corporate Governance Project**. *The Business Lawyer*. V. 48, 1992-1993.

HOLLAND, Randy J. Delaware Directors’ Fiduciary Duties: the focus on Loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**. Vol. 11, nº 3, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; PEREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 1996. V.2, 754p.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.:** Exposições e Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

MCGRATH, Rita Gunter; MACMILLAN, Ian C. **Discovery-Driven Planning.** In: HBR's Ten Must Reads on Innovation. Boston: Harvard Business Review Press, 2013.

MENEZES FILHO, Naercio; KANNEBLEY JUNIOR, Sérgio. Abertura Comercial, Exportações e Inovações no Brasil. In: VELOSO, Fernando; FERREIRA, Pedro Cavalcanti; GIAMBIAGI, Fabio; PESSÔA, Samuel. **Desenvolvimento Econômico: uma perspectiva Brasileira.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

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

PARENTE, Norma Jonssen. Limites da Responsabilidade dos Administradores pela Indenização de Prejuízos. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais.** Vol. 31. Jan. 2006, p. 33-37.

PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e bussiness judgment rule nodireito brasileiro. **Revista dos Tribunais**, v. 953; São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015. P. 51-74.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Estrutura da Companhia. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo (Org.). **Direito das Companhias.** Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 775-870.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. **Teoria Geral Das Obrigações**, vol. II, Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2006.

RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades.** São Paulo: Quartier Latin, 2006.

SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: Business judgment rule**. Rio de Janeiro. Elsevier, 2007.

TOMAZETTE, Marlon. **Teoria geral e direito societário**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: Kuyven, Luiz Fernando Martins (Org.). **Temas essenciais de direito empresarial**: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo. Saraiva, 2012.