

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

***BUSINESS JUDGMENT RULE: UM ESTUDO FRENTE A RESPONSABILIDADE CIVIL  
DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS E A APLICAÇÃO DO STANDARD  
PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS***

**AMANDA VIEIRA GARCIA**

**Rio de Janeiro**

**2020**

**AMANDA VIEIRA GARCIA**

***BUSINESS JUDGMENT RULE: UM ESTUDO FRENTE A RESPONSABILIDADE CIVIL  
DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS E A APLICAÇÃO DO STANDARD  
PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS***

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 da **Professora Dra. Veronica Lagassi**.

**Rio de Janeiro**

**2020**

## CIP - Catalogação na Publicação

G216b Garcia, Amanda Vieira  
BUSINESS JUDGMENT RULE: UM ESTUDO FRENTE A  
RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE  
COMPANHIAS E A APLICAÇÃO DO STANDARD PELA COMISSÃO  
DE VALORES MOBILIÁRIOS / Amanda Vieira Garcia. --  
Rio de Janeiro, 2020.  
68 f.

Orientadora: Veronica Lagassi.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade  
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2020.

1. Julgamento do negócio. 2. Padrão de revisão.  
3. Dever de diligência. 4. Direito Comercial. I.  
Lagassi, Veronica, orient. II. Título.

**AMANDA VIEIRA GARCIA**

***BUSINESS JUDGMENT RULE: UM ESTUDO FRENTE A RESPONSABILIDADE CIVIL  
DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS E A APLICAÇÃO DO STANDARD  
PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS***

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 da **Professora Dra. Veronica Lagassi**.

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

Banca Examinadora:

---

Orientador

---

Membro da Banca

---

Membro da Banca

**Rio de Janeiro**

**2020**

*À minha família, e à minha bisavó (in memoriam),  
que deu origem a três gerações de mulheres fortes.*

## AGRADECIMENTOS

O presente trabalho de conclusão de curso representa a última etapa de uma longa jornada trilhada na Faculdade Nacional de Direito. Nada seria possível sem o apoio de pessoas que me incentivaram ao longo destes anos, e nunca deixaram de acreditar no meu potencial para atingir tal feito.

Inicialmente, sou grata à minha família, e em especial à minha mãe e meu pai, que investiram em minha educação, e despertaram em mim o interesse pela leitura, e pelo conhecimento, desde muito nova. Meus pais sempre reforçaram que gostariam de ter recebido a orientação que eu recebi. Hoje, posso afirmar que seu suporte foi essencial para que eu desejasse cada vez mais me aperfeiçoar, e buscar tudo que sempre almejei, através de meus próprios esforços.

Agradeço também ao Colégio Pedro II e seus professores altamente capacitados, que se preocuparam não somente com o conteúdo da grade curricular, mas também em ressaltar a importância do pensamento crítico, demonstrando que a educação pública, gratuita, e de qualidade resiste frente às injustiças e aos cortes de investimento público. Foi no Colégio Pedro II o lugar em que tive meu primeiro contato com a iniciação científica, e com a UFRJ, e pude perceber o modo como educação, pesquisa e extensão estão intrinsecamente relacionados, através da parceria com o Museu Nacional. Agradeço também aos profissionais do Museu Nacional que dedicam sua vida à pesquisa e à instituição, e que mesmo após a tragédia ocorrida em 2018, não desistem de lutar para que o ensino e o acesso à cultura sejam um direito de todos.

Por fim, e com o devido grau de importância, agradeço a todos os amigos que me acompanharam ao longo desta trajetória, seja pelos momentos em que ainda sonhávamos com a aprovação no vestibular, ou quando ingressamos, e a formatura parecia distante. Àqueles que entraram em minha vida há pouco tempo, trazidos pelo Direito, agradeço por me ensinarem através de suas experiências, e por me mostrarem este mundo jurídico completamente novo.

## RESUMO

O presente trabalho tem por finalidade analisar a forma como os administradores de sociedades anônimas estão sujeitos à responsabilização por atos que causem prejuízo ou perda de valor econômico à companhia, aos acionistas, ou a terceiros, e em quais situações poderá ser reconhecida a exclusão da responsabilidade, à luz do instituto americano da *business judgment rule*. Ao longo do texto são apresentados os deveres dos administradores de companhias, e identificadas as hipóteses em que a legislação imputa a responsabilidade ao administrador, bem como a excludente prevista na lei das sociedades anônimas. Em seguida, analisa-se a *business judgment rule*, ou regra de julgamento do negócio, desenvolvida por tribunais norte-americanos, enquanto mecanismo de controle sobre a apuração e limitação da responsabilidade. Através da compreensão deste princípio, são identificadas as características do instituto no direito norte-americano, e caracterizados os elementos que compõem a regra, para concluir, por fim, sobre a compatibilidade e receptividade do instituto americano na legislação brasileira. Ao final, é analisada a evolução da aplicação do instituto pela Comissão de Valores Mobiliários, através do estudo jurisprudencial de decisões em processos administrativos sancionadores da autarquia que envolvem a imputação de responsabilidade aos administradores.

**Palavras-chave:** direito comercial; dever de diligência; padrão de revisão.

## ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze how the management of corporations is subject to liability for acts that causes loss of economic value to the company, its shareholders, or third parties, and in which situations the exclusion of liability may be recognized, in light of the American institute of Business Judgment Rule. Throughout the text are presented the duties and responsibilities of the officers and directors of companies, and identified the hypotheses in which the legislation imputes the responsibility to managers, as well as the exclusion provided in the Brazilian law of corporations. Next, we analyze the business judgment rule, developed by US courts, as a mechanism for controlling the determination and limitation of liability. By understanding this principle, the characteristics of the institute in US law are identified, and the elements that make up the rule are described, to conclude, finally, on the compatibility and responsiveness of the American institute in Brazilian law. In the end, the evolution of the application of the institute by the Brazilian Securities and Exchange Commission is analyzed through the case law study of decisions in administrative sanctioning administrative proceedings involving the attribution of responsibility to the administrators.

**Key-words:** corporate law; duty of care; standard of review.



## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

|                     |  |
|---------------------|--|
| CVM                 | Comissão de Valores Mobiliários  |
| Lei das S.A. ou LSA | Lei nº6.404/76, de 15 de dezembro de 1976                              |
| IA CVM              | Inquérito Administrativo da Comissão de Valores Mobiliários            |
| PAS CVM             | Processo Administrativo Sancionador da Comissão de Valores Mobiliários |

## SUMÁRIO

|   |    |
|---|----|
| <b>INTRODUÇÃO</b> .....   | 10 |
| <b>1. DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS</b> ..... | 12 |
| 1.1. Órgãos de administração .....  | 12 |
| 1.2. Deveres dos administradores .....  | 15 |
| 1.2.1. Dever de diligência .....  | 16 |
| 1.2.2. Finalidade das atribuições e desvio de poder .....                     | 22 |
| 1.2.3. Dever de lealdade .....  | 24 |
| 1.2.4. Dever de não agir em conflito de interesses .....                      | 25 |
| 1.2.5. Dever de informar .....  | 26 |
| 1.3. Responsabilidade dos administradores .....                               | 28 |
| 1.3.1. Responsabilidade civil .....   | 30 |
| 1.3.2. Responsabilidade penal .....   | 32 |
| 1.3.3. Responsabilidade solidária .....                                       | 33 |
| 1.3.4. Ação de responsabilidade .....   | 34 |
| 1.3.5. Exclusão de responsabilidade .....                                     | 37 |
| <b>2. A BUSINESS JUDGMENT RULE</b> .....                                      | 38 |
| 2.1. Origem e conceito .....  | 38 |
| 2.1.1. Padrão de conduta x Padrão de revisão .....                            | 40 |
| 2.2. Os elementos do <i>standard</i> no regime norte-americano .....          | 41 |
| 2.2.1. Decisão negocial .....   | 43 |
| 2.2.2. Desinteresse e independência .....                                     | 44 |
| 2.2.3. Boa-fé .....   | 46 |
| 2.2.4. Inexistência de abuso de discricionariedade .....                      | 47 |
| 2.3. Recepção pela Lei das S.A. ....  | 47 |
| <b>3. APLICAÇÃO DO STANDARD PELA CVM</b> .....                                | 50 |
| 3.1. Reconhecimento de aplicação pela CVM .....                               | 50 |
| 3.2. Casos em que o standard foi adotado pela CVM .....                       | 53 |
| 3.3. Casos em que o standard não foi aplicado pela CVM .....                  | 55 |
| <b>CONCLUSÃO</b> .....  | 59 |
| <b>REFERÊNCIAS</b> .....  | 62 |

## INTRODUÇÃO

A sociedade anônima possui como principais características a divisão do capital social em ações, bem como a limitação de responsabilidade do acionista ao valor de suas ações. Em razão disso, considera-se que a identificação da pessoa do acionista é já não é mais tão relevante como ocorre nas sociedades de pessoas, em que as relações interpessoais estão diretamente relacionadas ao desenvolvimento e gestão da atividade empresarial pelos próprios sócios. Conforme será estudado mais adiante no texto, pode-se afirmar que a facilidade de transferência de participações societárias através da negociação dos valores mobiliários foi um dos fatores que impulsionou a criação do modelo de sociedade por ações utilizado nos dias de hoje.

Diante destas inovações que viabilizaram o investimento em sociedades por ações, e considerando que o acionista e a sociedade visam sempre a obtenção de lucro, é inerente ao desenvolvimento da empresa que no curso do negócio os investimentos que rendem maior retorno financeiro são aqueles em que há maior risco envolvido. No âmbito das sociedades anônimas, esta decisão caberá ao órgão da administração responsável por avaliar e gerir a atividade negocial, observando sempre com cautela os princípios resguardados em lei e que serão explorados nos capítulos seguintes.

Uma vez assumidos os riscos, o negócio será incerto até que seu resultado seja percebido pela sociedade, seja resultando em lucro, seja resultando em prejuízo. Nesta segunda hipótese, torna-se comum que o prejuízo sofrido pela sociedade seja suportado por seus acionistas, que decidem imputar a responsabilidade pela perda econômica sofrida aos administradores. Nestes casos, após a análise do processo da tomada de decisão pelo administrador, poderá o juiz responsabilizar a administração, caso seja constatada culpa ou dolo, ou violação da lei ou do estatuto, ou então, excluir a responsabilidade, conforme previsões da Lei das S.A.

O presente trabalho irá tratar do papel da administração das companhias, os deveres inerentes ao cargo, e avaliar em quais casos a legislação brasileira se preocupou em atribuir ao administrador a responsabilidade pela perda decorrente da decisão tomada, respondendo com seu patrimônio pessoal, e em quais hipóteses o legislador pode reconhecer a limitação da responsabilidade.

Ao estudar estes elementos, constatar-se-á a influência do *standard* de revisão norte-americano denominado *business judgment rule*, ou regra do julgamento do negócio, sobre a

legislação brasileira. Nos capítulos a seguir, o estudo se debruçará sobre as características do instituto americano, e o modo como foi recebido em nosso ordenamento jurídico.

Por fim, buscar-se-á comprovar o reconhecimento e a recepção do instituto americano no ordenamento brasileiro, através da menção expressa à aplicação do *standard* pela Comissão de Valores Mobiliários, demonstrando a evolução da internalização da *business judgment rule*, e da consolidação jurisprudencial do entendimento da autarquia, em diversas decisões proferidas no mesmo sentido.

## 1. DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS

### 1.1. Órgãos de administração

Em regra, as sociedades anônimas são administradas por uma Diretoria e por um Conselho de Administração, sendo este último facultado às sociedades de capital fechado, e obrigatório nas sociedades abertas, nas de capital autorizado, e nas sociedades de economia de mista, conforme preceituam os artigos 138<sup>1</sup> e 239<sup>2</sup> da Lei das S.A.

O Conselho de Administração é um órgão de deliberação colegiada que deve ser composto por pelo menos 3 (três) membros eleitos em assembleia geral e que serão destituíveis a qualquer tempo. Entre suas atribuições, elencadas no artigo 142 da Lei das S.A, está o dever de orientação geral dos negócios da companhia, a eleição e destituição de membros da Diretoria, e a fiscalização de sua gestão.

Neste sentido, PARENTE afirma que “*o Conselho de Administração constitui um órgão deliberativo e fiscalizador, na medida que orienta, em termos gerais, a condução dos negócios sociais e fiscaliza a atuação dos diretores*”<sup>3</sup>, conforme apontado anteriormente.

Dizer que o Conselho de Administração é um órgão de deliberação colegiada consistem em afirmar que seus membros não têm competência individual para exercer qualquer atribuição, isoladamente, mas somente em conjunto. Todas as suas decisões são tomadas em reuniões,

---

<sup>1</sup> “Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao Conselho de Administração e à Diretoria, ou somente à Diretoria.

§ 1º O Conselho de Administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

§ 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, Conselho de Administração.”

<sup>2</sup> “Art. 239. As companhias de economia mista terão obrigatoriamente Conselho de Administração, assegurado à minoria o direito de eleger um dos conselheiros, se maior número não lhes couber pelo processo de voto múltiplo. Parágrafo único. Os deveres e responsabilidades dos administradores das companhias de economia mista são os mesmos dos administradores das companhias abertas.”

<sup>3</sup> PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

mediante votação, caso seja necessário, e vinculam todos os seus membros, mesmo os ausentes e os dissidentes.

Apesar do caráter colegiado, BRIGAGÃO ressalta em sua obra que ainda que as deliberações sejam tomadas em conjunto, cada membro do Conselho de Administração deve observar individualmente os deveres inerentes ao cargo:

Também é importante mencionar, aqui, que as deliberações do Conselho de Administração são tomadas em reuniões, sendo, portanto, sempre colegiadas, na medida em que nenhum conselheiro emite decisões individualmente. Isso, contudo, não isenta os conselheiros de determinados deveres que podem ser individualmente exercidos, como o de fiscalização – um dos aspectos do dever de diligência –, analisado mais adiante.<sup>45</sup>

Já a Diretoria consiste no órgão indispensável, incumbido pela representação da companhia perante terceiros, é composto por, no mínimo, dois diretores, necessariamente pessoas naturais, residentes no país, conforme dispõe o artigo 143<sup>6</sup> da Lei das S.A.

ULHÔA define a Diretoria como sendo um órgão executivo da companhia, competindo aos seus membros, no plano interno, dirigir a empresa, e, externamente, manifestar a vontade da pessoa jurídica, na generalidade dos atos e negócios<sup>7</sup>.

Os poderes conferidos à Diretoria são indelegáveis, porém os diretores podem constituir mandatários da companhia, sendo que o instrumento de mandato deve especificar os atos ou operações que os procuradores poderão praticar, bem como a validade da procuração.

---

<sup>4</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2017.

<sup>5</sup> O dever de diligência e seus aspectos serão abordados mais adiante no presente trabalho. Ver seção 1.2.1.

<sup>6</sup> “Art. 143. A Diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, ou, se inexistente, pela assembleia-geral, devendo o estatuto estabelecer:

I - o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos;

II - o modo de sua substituição;

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

IV - as atribuições e poderes de cada diretor.

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

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

<sup>7</sup> COELHO, Fábio Ulhôa. *Curso de direito comercial*, vol. 2, 20. ed. São Paulo: Ed. RT

Dessa forma, os diretores estão investidos dos poderes de gestão e de representação, no sentido de que o poder de gestão, uma vez compartilhado com o Conselho de Administração, se existente, significa o poder de deliberar e decidir a respeito dos negócios sociais da companhia, enquanto que o poder de representação equivale ao poder de manifestar a vontade social externamente, em relação a terceiros.

Cabe ressaltar que com o intuito de garantir a dualidade de órgãos de administração, a Lei das S.A. somente permite a cumulação de cargo de diretor com o de conselheiro até o máximo de 1/3 (um terço) do número de membros do Conselho de Administração.

Para delinear a diferenciação entre estes órgãos, trazemos a explicação utilizada pelo então diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, em seu voto no âmbito do IA CVM N° TA RJ2002/1173, *in verbis*:

Parece-me importante recordar aqui que a Lei das S.A. adotou claramente uma estrutura dualista da administração (...) e a compreensão dessa estrutura é absolutamente essencial para verificar os deveres e as responsabilidades dos administradores. Porque, como bem reconheceu a Diretora-Relatora, a Diretoria tem a função executiva; tem poderes que a doutrina chama de disjuntivos, pois que cada um tem o seu poder individual, não é colegial, embora algumas decisões possam ser objeto de reunião de Diretoria, onde também se delibera de forma colegiada (...). Já o Conselho de Administração, que não cuida evidentemente do dia-a-dia da companhia, não é o responsável pela administração diária, corrente, ordinária da companhia. O Conselho de Administração é um órgão colegial, onde os conselheiros não têm poderes individuais (...). Embora o Conselho de Administração tenha funcionamento permanente, a atividade ou atuação de seus membros é apenas parcial. Eles não estão diariamente na companhia e não se exige que estejam.<sup>8</sup>

Na prática, a Lei das S.A trata como administradores tanto os membros do Conselho de Administração, quanto os membros da Diretoria, conforme se pode observar pelo artigo 145<sup>9</sup> da referida norma legal, quando atribui a ambos os órgãos todos os deveres e responsabilidades relacionados à administração. É neste mesmo sentido que o presente trabalho irá tratar a

<sup>8</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Inquérito Administrativo CVM N° TA - RJ2002/1173, Dir. Relatora Norma Johssen Parente, julgado em 2 de outubro de 2003*. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002\\_PAS\\_RJ20021173.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002_PAS_RJ20021173.pdf)>. Acesso em: 14 out. 2020.

<sup>9</sup> “Art. 145. As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores.”

responsabilidade dos administradores, englobando os membros de cada um destes órgãos estatutários.

## 1.2. Deveres dos administradores

Analisando os artigos 153 à 157 da Lei das S.A., podemos observar que o legislador se preocupou em elencar os deveres reservados aos administradores de companhias no exercício de suas funções, estabelecendo os seguintes deveres e princípios: (i) dever de diligência (art. 153<sup>10</sup>); (ii) finalidade das atribuições (art. 154<sup>11</sup>); (iii) dever de lealdade (art. 155<sup>12</sup>); (iv) dever de não agir em conflito de interesses (art. 156<sup>13</sup>); e (v) o dever de informar (art. 157<sup>14</sup>). Nos artigos 158 e 159, por sua vez, são tratados a responsabilidade e a ação de regresso contra o administrador, que serão tratados mais adiante ainda neste capítulo.

A finalidade ao incluir estes artigos foi a de impedir que os administradores colocassem seus interesses pessoais à frente dos interesses da companhia e de seus acionistas como um todo, ou ainda, que houvesse negligência no desempenho de suas funções como membros dos órgãos de administração<sup>15</sup>. Deve-se ressaltar, ainda, que na hipótese de aplicação dos dispositivos da Lei das S.A, no que tange aos deveres e responsabilidades dos administradores, as funções desempenhadas pelos respectivos membros da Diretoria e do Conselho de Administração também deverão ser

<sup>10</sup> De acordo com o artigo 153: “O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

<sup>11</sup> De acordo com o artigo 154: “O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.”

<sup>12</sup> De acordo com o artigo 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>13</sup> De acordo com o artigo 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>14</sup> De acordo com o artigo 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.”

<sup>15</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio in FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, 2009.



observadas afim de se evitar o excesso de responsabilização, conforme o voto proferido pelo ex-diretor da CVM, Luiz Antonio de Sampaio Campos, no já mencionado IA CVM Nº TA RJ2002/1173, em que expressou:

É importante observar que o sistema adotado pela lei para deveres e responsabilidades dos administradores foi destinado de forma genérica aos administradores, sem distinguir entre diretores e membros do conselho de administração, suas funções e atribuições específicas. Mas por isso a lei adotou uma forma aberta e larga, que abstratamente serve a todos, mas que deve ser aplicada com controle e adequação e sem ignorar a realidade. Assim, é de capital importância que os dispositivos referentes a deveres e responsabilidades dos administradores não sejam aplicados mecanicamente, sem prévia interpretação, à luz das estruturas, modalidades e atividades dos órgãos da administração e, mais ainda, do mundo real, para se evitar os excessos utópicos, de que falava a exposição de motivos da anteprojeto da Lei 6.404/76. É fundamental que, no momento de se aplicar estes dispositivos, se mergulhe, profundamente, nas estruturas destes órgãos sociais, conselho de administração e diretoria, e suas respectivas formas de atuar, sem se ignorar as suas especificidades, desde o modo de atuação, notadamente quanto à forma de deliberação.<sup>16</sup>

Devemos lembrar ainda, que os deveres elencados nos artigos 153 a 157 da Lei das S.A. tratam-se apenas de deveres genéricos, que servem para orientar a conduta dos administradores e pautar a tomada de decisões. Há ainda aqueles deveres que a doutrina considerou como específicos, que estão distribuídos por toda a legislação, podendo ser deduzidos das normas societárias em vigor. Como exemplo destes deveres implícitos, podemos citar os deveres de convocar a assembleia geral ordinária (art. 123 da Lei das S.A.), e de providenciar as demonstrações financeiras (art. 133 da Lei das S.A.). A seguir, serão tratados com maior profundidade apenas os deveres previstos na Seção IV do Capítulo XII da Lei das S.A.

### 1.2.1. Dever de diligência

O dever de diligência é o primeiro dever previsto no Capítulo XII da Lei das S.A. sobre o tema, e tem origem no direito romano, mais precisamente do princípio do *bônus pater familias*<sup>17</sup>, que designava a pessoa que administrava seus interesses com cuidado, zelo e prudência.

<sup>16</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1173, Dir.Relatora Norma Johssen Parente, julgado em 2 de outubro de 2003*. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002\\_PAS\\_RJ20021173.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002_PAS_RJ20021173.pdf)>. Acesso em: 14 out. 2020.

<sup>17</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

Segundo o artigo 153 da Lei das S.A, o administrador deve empregar o cuidado e a diligência que o homem probo emprega na administração de seus próprios negócios. Isso significa dizer que se espera do administrador que este dedique todos os seus esforços para zelar pelo patrimônio da companhia, como se seu fosse.

O dever de diligência trata-se, na verdade, de um princípio geral que sempre deve acompanhar o cumprimento das obrigações do administrador no exercício de sua função, sendo uma regra flexível, que deve ser verificada no caso concreto, e que não requer a obtenção de um resultado específico, mas sim que sejam empregados os esforços para alcançá-lo. Nesse sentido, a Exposição de Motivos nº 196 da Lei das S.A, referente à seção dos deveres e responsabilidades dos administradores, já esclarece se tratarem de normas gerais, e demonstra a influência recebida pela Direito Romano, como se percebe do seguinte trecho:

as normas desses artigos são, em sua maior parte, meros desdobramentos e exemplificações do padrão de comportamento dos administradores definido pela lei em vigor - o do "homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios" (§7º do art. 116 do Decreto-lei nº 2.627) e, em substância, são as que vigoram, há muito tempo, nas legislações de outros povos (...)<sup>18</sup>.

Em síntese, GUERREIRO conclui na mesma linha que a exposição de motivos, revelando a função do dever de diligência para o ordenamento:

Parte a lei, no art. 153, do estabelecimento de um modelo de comportamento, isto é, de um padrão destinado a servir de medida ou elemento de comparação para juízo de casos concretos. 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. Assim se descreve o dever básico do administrador, a que a lei chamou de dever de diligência, do qual, a bem dizer, os demais deveres são desdobramentos.

Dessa forma, não há uma única definição sobre o que é o dever de diligência,<sup>19</sup>mas admite-se uma série de outros deveres que o compõem, sendo eles: (i) o dever de se informar; (ii) o dever

---

<sup>18</sup> BRASIL. Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76. Disponível em <[www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf)>. Acesso em 14 out. 2020.

<sup>19</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Volume 2. São Paulo. Bushatsky. 1979.

de se qualificar; (iii) o dever de vigiar; (iv) o dever de investigar; e (v) o dever de intervir<sup>20</sup>. Passamos agora a analisá-los, um a um, afim de compreender em que deve se pautar o dever de diligência, para que em seguida, possamos compreender as hipóteses de responsabilidade dos administradores.

#### 1.2.1.1. Dever de se informar

O dever de se informar consiste na obrigação dos administradores em buscar informações quando da tomada de uma decisão negocial. O administrador deve estudar sobre as operações da empresa de um modo geral, colhendo as devidas informações para que seja capaz de tomar uma decisão diligente. Essa premissa é confirmada por RIBEIRO, que ao explicar sobre o dever de diligência, afirma que “o dever de diligencia exige que o administrador deva estar munido das informações necessárias (...), em especial, aquelas relevantes e razoavelmente disponíveis”<sup>21</sup>.

Portanto, durante o exercício das suas funções, o administrador deve se manter atualizado sobre o andamento dos negócios da companhia, as operações nas quais está envolvida e outros fatos relevantes à sua operação<sup>22</sup> e bom funcionamento. Além disso, ADAMEK ressalta que além de se informar sobre o ramo de atuação da companhia, os administradores devem buscar aconselhamento antes de tomar decisões que estejam fora da sua área de expertise<sup>23</sup>.

Apesar do dever de se manter sempre informados, a doutrina tenta compreender até que ponto os administradores devem buscar informações, já que a busca excessiva pode demandar tempo e ocasionar na perda de uma oportunidade de negócios. Por este motivo, espera-se que a busca se dê modo razoável, e segundo BRAINBRIDGE, cabe ao próprio administrador definir quais informações são necessárias<sup>24</sup> e devem ser buscadas antes da tomada de decisão.

---

<sup>20</sup> PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. 1. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

<sup>21</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de diligência dos administradores de sociedades*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006.

<sup>22</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

<sup>23</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

<sup>24</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation Law and Economics*. Nova York: West Group, 2002.

Por fim, de posse de todas as informações que devam orientar a decisão, cabe ao administrador não somente reuni-la, mas também investigar, com detalhes, toda a documentação obtida, e ponderando sobre seus riscos e benefícios para a companhia.

#### 1.2.1.2. Dever de se qualificar

Este dever pode ser dividido em dois momentos: antes e depois da posse do cargo. Primeiramente, antes de ser investido no cargo, o administrador deve possuir uma mínima qualificação que o torne capaz de administrar a companhia e que seja compatível com o cargo ocupado. Caso não se sinta suficientemente qualificado, deve recusar o cargo, conforme afirmou EIZIRIK:

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>25</sup>

Já no momento posterior à posse do cargo, o dever de se qualificar consiste em manter a qualificação, atualizando-se sobre os mais variados assuntos inerentes ao exercício do cargo e interesse da companhia. Para isso, o administrador deve aprimorar seus conhecimentos após a investidura no cargo, especializando-se, e preparando-se tecnicamente para agir com sabedoria quando da tomada de decisão específica sobre o negócio.

Isto não significa, no entanto, que o administrador deva conhecer todos os detalhes da operação ou que deva analisar detalhadamente as atividades do dia-a-dia, mas apenas que deva compreender o básico do negócio desenvolvido pela companhia. Nesse sentido, a CVM se manifestou, no âmbito do PAS CVM nº 18/2008, sobre a inexigibilidade de que um administrador adquira conhecimento técnico sobre todas as atividades desenvolvidas pela companhia, devendo apenas de ter conhecimento da área para qual foi designado, exceto se contratado para um cargo especializado:

---

<sup>25</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

O dever de agir profissionalmente, ou de se qualificar, consiste em que o administrador possua ou adquira conhecimentos gerais a respeito dos negócios desenvolvidos pela Companhia e tenha capacidade para tomar decisões de maneira refletida e responsável e supervisionar os negócios sociais – não sendo exigível, contudo que o administrador disponha de conhecimento técnico específico sobre cada um deles, salvo nas hipóteses em que seja contratado para exercer cargo especializado em determinada área da Companhia.<sup>26</sup>

#### 1.2.1.3. Dever de vigilância

O dever de vigilância corresponde à obrigação de observar e acompanhar os negócios da companhia. Cabe ressaltar que este dever de observar não se dá de modo específico sobre cada atividade desenvolvida, mas sim de uma vigilância geral<sup>27</sup>, tanto dos negócios como da atuação de outros administradores e de seus subordinados.

Se durante o exercício de sua função o administrador encontrar indícios de descumprimento da lei, do estatuto social, ou comportamentos prejudiciais à companhia, cabe a ele tomar todas as medidas necessárias para evita-los, e reduzir seus efeitos, caso ocorram<sup>28</sup>.

O dever de vigilância, a depender do porte da companhia, pode ensejar a criação de mecanismos capazes de monitorar as atividades, e receber denúncias relacionadas ao descumprimento de quaisquer das normas mencionadas anteriormente. Do mesmo modo, não cabe somente a criação de tais mecanismos, mas também da garantia de funcionamento e eficiência.

#### 1.2.1.4. Dever de investigar

O dever de investigar decorre dos direitos de se informar e de vigiar, resultando na obrigação do administrador de investigar as informações incompletas, superficiais ou imprecisas para garantir o interesse da companhia. Por sua vez, a investigação também deverá se dar de modo razoável,

---

<sup>26</sup>COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 18/2008. Rel. Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em 14 dez. 2010. Disponível em <[www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_1808.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf)>. Acesso em 14 out. 2020.

<sup>27</sup>EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

<sup>28</sup>ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

pautado na confiança do administrador nos demais membros da companhia. Não seria plausível esperar que o administrador devesse investigar a fonte de todas as informações que chegam, pois é para isso que conta com o amparo de outras pessoas. Outrossim, diante de quaisquer sinais de alerta deixados por eventos que possam colocar o negócio da companhia em risco, denominados pela doutrina norte-americana de *red flags*<sup>29</sup>, caberá o aprofundamento e a investigação.

Trata-se, portanto, de um dever de execução eventual e pouco frequente, mas que possui responsabilidade permanente. É eventual, porque somente é necessário quando o administrador estiver diante de informações incompletas superficiais ou imprecisas, ou diante de *red flags*. A responsabilidade é permanente, pois o administrador deve estar sempre em alerta para tais sinais de problemas na companhia.

No âmbito do PAS CVM nº 25/2003, a ex-Presidente e Diretora da CVM Maria Helena dos Santos discorre sobre o dever de investigar e em quais circunstâncias deve o administrador atuar, conforme voto proferido:

Uma vez detectados sinais de alerta que levem o administrador a suspeitar de que algo não está correto, incide sobre ele o dever de investigar esses pontos buscando esclarecimentos até que esteja seguro de que está lidando com a situação corretamente. Esse dever de investigar, naturalmente, não incide sobre toda e qualquer informação disponibilizada ao administrador, tendo em vista que ele goza do direito de confiar na opinião de terceiros, inclusive de especialistas contratados por disporem dessa qualidade. O dever de investigação torna-se imperioso somente diante da presença dos citados sinais de alerta, revelados por meio da análise crítica obrigatória.<sup>30</sup>

#### 1.2.1.5. Dever de intervir

Por fim, o dever de intervir nada mais é do que o dever do administrador de atuar proativamente, visando o melhor interesse da companhia, a fim de evitar erros e prejuízos. Dessa forma, poder-se-ia concluir que a competência de intervenção do administrador dar-se-ia no âmbito interno da companhia. No entanto, o colegiado da CVM decidiu, no âmbito do PAS CVM nº

<sup>29</sup> EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

<sup>30</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 25/2003. Rel. Eli Loria. Julgado em 25 mar. 2008. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325\\_PAS\\_2503.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf)>. Acesso em 14 out. 2020.

RJ2007/4476, justamente o contrário, afirmando que em casos excepcionais, cabe ao administrador também intervir perante terceiros:

É certo que a representação da sociedade cabe aos diretores, como indica o art. 144. (...) É certo também que, segundo o art. 158, §1º, o administrador se exime de responsabilidade consignando sua divergência em ata. Mas a lei não obriga o administrador a proceder dessa forma, nem veda outras ações além dessa. O administrador pode – e, em alguns casos, deve – fazer mais, sobretudo quando percebe uma ilegalidade. Também é certo que o conselho de administração é um órgão colegiado. Mas isso não significa que os conselheiros não tenham funções nem poderes individuais. A lei impõe deveres a cada um deles; e a CVM os responsabiliza sempre de maneira individualizada. 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.<sup>31</sup>

Aliado aos deveres de se informar e investigar, o dever de intervir se revelará necessário quando forem constatadas irregularidades por meio dos anteriores. BRIGAGÃO o define como uma derivação destes outros, conforme se pode perceber:

Trata-se de uma derivação do dever de investigar, na medida em que, sem uma investigação apropriada, o administrador jamais interviria em algum assunto, pois não saberia sequer da necessidade de uma intervenção. Dessa maneira, quando se tratar de uma *red flag*, ele deverá estudá-la, e, dependendo do caso, intervir.<sup>32</sup>

### 1.2.2. Finalidade das atribuições e desvio de poder

Superado o conceito do dever de diligência e seus elementos, passamos agora a entender o princípio da finalidade das atribuições e desvio de poder, consagrado no artigo 154 da Lei das S.A. Segundo este princípio, o administrador deve atuar de modo a satisfazer os interesses da companhia e coletividade, fazendo, desta forma, prevalecer o interesse social, cuidando para que na perseguição desses interesses não atue com abuso ou desvio de poder.

<sup>31</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2007/4476. Rel. Eli Loria. Julgado em 12 mar. 2008. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080312\\_PAS\\_RJ20074476.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080312_PAS_RJ20074476.pdf)>. Acesso em 14 out. 2020.

<sup>32</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2017.

Antes de aprofundar o conceito, é importante destacar a diferença entre abuso de direito e desvio de poder, que apesar de semelhantes, possuem significados distintos. O abuso de direito, segundo a definição de ALMEIDA, é “caracterizado pelo comportamento aparentemente lícito de alguém, mas que ao utilizar seu direito, vem a causar dano a outrem em razão de contrariar de forma manifesta o espírito do instituto”<sup>33</sup>, ou seja, consiste no comportamento praticado com base em um direito, mas se afasta da sua finalidade. Já o desvio de poder, por sua vez, consiste no afastamento dos deveres que a lei e o estatuto impõem aos administradores, bem como o contorno à lei, denominado *fraus legi*<sup>34</sup>.

O artigo 154, já mencionado, estabelece em seu parágrafo primeiro a proibição da prevalência de interesses grupais ou classistas no comportamento dos administradores. Isto é, não devem levar em consideração o interesse de grupos específicos que o elegeram, mas agir de acordo com o interesse de todos. Já o parágrafo segundo impõe como vedações: (i) a prática de atos de liberalidade à custa da companhia; (ii) a tomada ou empréstimo de recursos ou bens da companhia, em proveito próprio ou de terceiros; e (iii) receber vantagens pessoais de terceiros, sem autorização estatutária ou da Assembleia Geral, proveitos em razão de seu cargo.

Essas restrições servem para impedir que os administradores cometam os abusos e excessos, e preservar a companhia de eventuais casos envolvendo suborno e corrupção, entre outros problemas que possam afetar a atividade empresária e abalar a credibilidade no mercado. O parágrafo terceiro, por conseguinte, determina que as importâncias recebidas em função do descumprimento das vedações do parágrafo pertencerão à companhia. E o parágrafo quarto, por fim, autoriza que o Conselho de Administração ou a Diretoria pratiquem atos em favor dos colaboradores ou da comunidade de que participe a companhia, em razão da função social da empresa, que se subdivide em três: (i) as condições de trabalho e as relações de trabalho, tendo em vista a melhoria das condições de vida e bem-estar do empregado; (ii) os interesses do consumidor ou destinatário dos produtos e/ou serviços da companhia; e (iii) ao interesse dos concorrentes, evitando-se, desta forma, a concorrência desleal e o abuso do poder econômico.

---

<sup>33</sup> ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de. *Abuso do Direito e Concorrência Desleal*. São Paulo: Quartier Latin. 2004.

<sup>34</sup> Trata-se de violar a lei de maneira indireta, astuciosa, respeitando-a aparentemente, mas ignorando os seus preceitos na realidade.



### 1.2.3. Dever de lealdade

O dever instaurado no artigo 155 da Lei das S.A reflete sobre a obrigação do administrador de agir com lealdade e boa-fé ao conduzir os negócios da companhia, no decorrer de suas atribuições. Para isso, ele deve manter o sigilo sobre as informações de que tiver conhecimento, e lhe são vedados uma série de atos descritos nos incisos do referido dispositivo legal. No entanto, ambos doutrina e CVM reconhecem que se trata de rol exemplificativo, servindo apenas para orientar sobre as normas de conduta dos administradores, como se observam na passagem de MARTINS, e no voto do diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, no âmbito do PAS CVM 03/2012, respectivamente:

Os fatos citados nos n. I, II e III [do artigo 155 da Lei 6.404] são meramente exemplificativos; naturalmente, dentro dos poderes que o administrador possuir, muitos outros podem ser por ele praticados, em decorrência da função que desempenha na sociedade, e que sejam prejudiciais a esta.<sup>35</sup>

Segundo dispõe o art. 155, caput, da Lei nº 6.404, de 1976, o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedada a prática das condutas estabelecidas em seus dispositivos, que trazem um rol meramente exemplificativo. Como é sabido, a Lei nº 6.404, de 1976, estabeleceu os deveres fiduciários dos administradores de forma abstrata, fixando padrões gerais de conduta, os denominados standards, cuja abrangência é proposital justamente para abrigar diversas circunstâncias e peculiaridades, já que é praticamente impossível a enumeração de todas as regras de conduta que devem ser seguidas pelo administrado.<sup>36</sup>

Segundo CARVALHOSA, o dever de lealdade gera responsabilidade que se configura independentemente da produção de um resultado.

O que caracteriza o dever de lealdade – sempre no âmbito de dever fiduciário – é que a configuração do dano à companhia não é um requisito essencial para a responsabilização do administrador que falta à observância desse princípio. A simples conduta desleal, em si, basta para a configuração da responsabilidade administrativa sancionável.<sup>37</sup>

<sup>35</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. Vol 2. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

<sup>36</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 03/2012. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 1 nov. 2016. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/032012\\_Banco\\_do\\_Brasil.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/032012_Banco_do_Brasil.pdf)>. Acesso em 14 out. 2020.

<sup>37</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. Vol. 3. 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011.

O dever de lealdade impõe, portanto, que os administradores evitem o conflito de interesses com a companhia, bem como a auto negociação, afim de evitar situações de concorrência, conflito de interesses, abusos e *insider trading*, que, simplificando, é a negociação de valores mobiliários por administradores em decorrência de informações privilegiadas, e é punível com pena de reclusão pela Lei nº 6.385/76<sup>38</sup>, em seu artigo 27-D:

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 mobiliário:  
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.

#### 1.2.4. Dever de não agir em conflito de interesses

Em linha com o que acabou de ser estudado, o dever de não agir em conflito de interesses do art. 156, trata-se da vedação de o administrador participar e/ou deliberar em assunto em que houver interesse conflitante com o da companhia. Nesse caso, o administrador deverá avisar os demais administradores a respeito do seu impedimento, que deverá ser consignado em ata de reunião do respectivo órgão de administração da companhia, qual seja, o Conselho de Administração ou a Diretoria.

Neste sentido, deve-se reconhecer que a doutrina, ao abordar este tema, diferencia o conflito entre companhia e administrador em formal ou substancial. Segundo CARVALHOSA:

Deve-se distinguir o conflito formal do conflito substancial de interesses. O conflito formal, ou lato sensu, existe em todo negócio jurídico em que o administrador e a companhia são partes contratantes. Assim, sempre que o administrador ou o acionista contrata com a companhia há conflito formal, que advém da própria natureza do negócio bilateral, em que as partes possuem interesses diversos, ainda que o negócio acarrete em benefícios equitativos para as 2 (duas) partes. Ocorre o conflito de interesse substancial, ou stricto sensu, quando o voto ou a prática de determinado ato de gestão orientar-se no sentido da satisfação do interesse individual, não no interesse da companhia. Há, no caso,

---

<sup>38</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm)>. Acesso em 14. out. 2020.

efetiva ação orientada para a satisfação de interesse próprio do acionista ou do administrado, em prejuízo do interesse social.<sup>39</sup>

Seguindo este mesmo raciocínio, a CVMM decidiu no âmbito IA CVM nº TA-RJ 2002/1153:

Mais ainda, esta contraposição, este conflito, deve ser substancial (e não apenas formal), efetivo e inconciliável. Seria aquele conflito de interesse que não permitiria a convergência ou a conciliação, mas que, para o atendimento do interesse de uma das partes, necessariamente se exigiria o sacrifício da outra parte. Para se alcançar um interesse, ter-se-ia invariavelmente que prejudicar o outro. Em outras palavras, não basta que haja uma duplicidade de interesses no voto do acionista. Para que se caracterize o conflito de interesses mencionado na lei, tal duplicidade deve implicar obrigatoriamente um choque de interesses, uma colisão entre o interesse social e o do acionista, de modo que um não poderia prevalecer sem o sacrifício do outro.<sup>40</sup>

Desta forma, encontra-se substanciado o conflito de interesses e sua aplicação pela doutrina e jurisprudência na prática. Caso sejam firmados instrumentos que não observem o conflito existente, os mesmos serão passíveis de anulação, conforme afirma BORBA<sup>41</sup>.

#### 1.2.5. Dever de informar

O dever de informar concretiza o dever de lealdade, correspondendo ao dever de informação para a companhia e para o público, e é aplicável somente aos administradores de companhias abertas<sup>42</sup>, ao passo que serve como um meio de proteção aos acionistas, investidores, e ao mercado em geral, para que estas pessoas possam decidir pela aquisição, manutenção ou alienação de valores mobiliários diante do conhecimento dos fatos emitidos pela companhia.

Segundo GUERREIRO, são três os deveres de declarar informações: (i) a declaração de desimpedimento no termo de posse; (ii) o dever de informação na assembleia geral ordinária; e (iii)

<sup>39</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. Vol. 3. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014

<sup>40</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1153, Dir.Relatora Norma Johssen Parente, julgado em 6 de novembro de 2002*. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf)>. Acesso em: 14 out. 2020.

<sup>41</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

<sup>42</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

o dever de comunicação e divulgação em geral. Já para CARVALHOSA, este dever consiste apenas no dever de informar sobre o estado financeiro da companhia, e sobre o estado dos negócios da companhia.

O artigo 157 da Lei das S.A. exige que o administrador de companhia aberta, por força do seu dever de informar, comunique imediatamente à bolsa de valores e à CVM, bem como divulgue pela imprensa, sob pena de responsabilidade, qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos da administração, ou fato relevante<sup>43</sup> ocorridos na companhia que possam influir, de forma consistente, na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, e, assim, na decisão dos investidores do mercado. A divulgação de fato relevante da companhia pode ser requerida pelos acionistas representando cinco por cento do capital da companhia, e é disciplinada pela Instrução CVM n. 358/02<sup>44</sup>.

Contudo, o dever de informar admite ainda exceção, uma vez que a Lei das S.A. prevê a possibilidade de recusa de informações pelos administradores, caso estes entendam que a divulgação possa colocar em risco os negócios da companhia. Neste caso, caberá a CVM julgar a respeito da referida divulgação, caso algum acionista ou parte interessada solicite a revelação, e caso necessário, responsabilizar os administradores, se necessário. Segundo CARVALHOSA, “cabe à Comissão de Valores Mobiliários exercer as funções de fiscalizar as companhias abertas, no que diz respeito às informações que serão prestadas aos acionistas e ao mercado de valores mobiliários.”<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> O artigo 2º da Instrução Normativa CVM nº 358, contém a seguinte definição de fato relevante:

“Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.”

<sup>44</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas e dá outras providências. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em 14 out. 2020.

<sup>45</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. Vol. 3. 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011.

### 1.3. Responsabilidade dos administradores

A reparação do dano é devida quando se comete um ato ilícito, ou seja, um erro de conduta prevista em lei, configurando uma infração de dever, seja contratual ou extracontratual (uma obrigação imposta por preceito geral de Direito, ou pela própria lei, não necessariamente a de ordem pública), ensejando a lesão do direito alheio, inclusive da comunidade. A ilicitude, portanto, consiste em uma contrariedade entre a conduta adotada e a norma jurídica prescrita.

De acordo com o artigo 158<sup>46</sup> da Lei das S.A, o administrador de companhias "não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão". No entanto, responderá civilmente pelos prejuízos que causar, quando proceder (i) dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; ou (ii) com violação da lei ou do estatuto.

Em regra, a responsabilidade do administrador é individual, não podendo ser responsabilizado pelos atos ilícitos de outros administradores, exceto nas hipóteses em que "com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática", conforme dispõe o parágrafo primeiro do referido artigo. Cabe ressaltar ainda que a lei também prevê a hipótese de responsabilidade solidária entre os administradores

---

<sup>46</sup> “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.

§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia-geral.

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembleia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.”

“pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles”, conforme preceitua o parágrafo segundo do mesmo artigo.

Seguindo esta lógica, Fábio Ulhôa aprofunda-se sobre as hipóteses de responsabilização civil dos administradores prevista na Lei das S.A., identificando nestes casos como se dá a imputação da responsabilidade, se subjetiva ou objetivamente:

A Lei das Sociedades por Ações, no art. 158, menciona duas hipóteses de responsabilidade civil dos administradores de companhias: uma relacionada aos prejuízos causados por sua culpa ou dolo, ainda que sem exorbitância de poderes e atribuições (inc. I), e a outra pertinente à violação da lei ou do estatuto (inc. II). Em relação à primeira, é unânime a doutrina ao afirmar que a previsão legal imputa aos administradores responsabilidade subjetiva do tipo clássico; isto é, ao demandante cabe a prova do procedimento culposo do demandado. Quanto à segunda, no entanto, predomina largamente o entendimento de que cuida a hipótese legal de responsabilidade subjetiva com presunção de culpa, havendo também quem a considere objetiva. Sustentam a tese da responsabilidade subjetiva com inversão do ônus de prova, na hipótese do art. 158, II, muitas vezes lembrando a posição de Miranda Valverde, em relação ao diploma acionário anterior (1959, 2:329/330), Bulhões Pedreira (1992:596/606), Barros Leães (1982:178), Sampaio de Lacerda (1978:206), Nelson Eizirik (1984) e José Edwaldo Tavares Borba (1986:309). Com entendimento diferente, segundo o qual o inciso II do art. 158 da LSA refere-se a hipótese de responsabilidade objetiva, está Modesto Carvalhosa (1977, 3:317 e 1983). No meu modo de ver a questão, contudo, é subjetiva do tipo clássico a natureza da responsabilidade prescrita pelo art. 158, II, da LSA, como também, por uma interpretação sistemática dos dispositivos legais sobre o assunto, é subjetiva a responsabilidade do administrador de instituição financeira, mesmo nas hipóteses de intervenção, liquidação extrajudicial, falência ou regime especial de administração temporária.<sup>47</sup>

Ainda sobre este tema, BORBA comenta a respeito da necessidade de comprovação do dolo para caracterização do ato ilícito:

Quando o administrador atua no âmbito de seus poderes e em consonância com as normas legais e estatutárias aplicáveis, a caracterização do ilícito civil depende da comprovação de que houve culpa (negligência, imprudência ou imperícia) ou dolo (intenção deliberada de produzir o resultado danoso). Na segunda hipótese, tendo o administrador infringido o estatuto da sociedade ou a legislação aplicável, não se indaga a respeito da efetiva ocorrência de culpa, posto que esta se presume, como consequência do fato mesmo da infração cometida.<sup>48</sup>

<sup>47</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 4.ed., São Paulo: Saraiva, v.2, 2001.

<sup>48</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

Segundo EIZIRIK, devem estar presentes quatro elementos para que ocorra a responsabilização subjetiva, sendo eles: (i) o dano; (ii) a conduta antijurídica; (iii) o nexo de causalidade entre o dano e a conduta antijurídica; e (iv) o dolo ou a culpa.

Os administradores de companhias abertas também estão sujeitos a sanções administrativas impostas pela CVM, que pode aplicar penalidades como advertência, multa, suspensão do exercício do cargo, ou inabilitação para o seu exercício, conforme prevê a Lei nº 6.385/76, em seu artigo 11<sup>49</sup>. O Banco Central possui a mesma competência administrativa com relação aos administradores de instituições financeiras.

### 1.3.1. Responsabilidade civil

A responsabilidade civil consiste na obrigação de reparar dano patrimonial, e se resolve com o pagamento de indenização ao sujeito prejudicado, para fins de ressarcimento do prejuízo sofrido pelo mesmo, na proporção do dano causado. Ela independe da criminal ou da administrativa, com as quais pode coexistir.

Conforme já esclarecido anteriormente, são duas as hipóteses de responsabilidade civil dos administradores previstas na Lei das S.A: uma referente aos prejuízos causados por dolo ou culpa, e outra referente à violação da lei ou do estatuto.

---

<sup>49</sup> “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

I - advertência;

II - multa;

III - (revogado);

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.”

Neste sentido, EIZIRIK faz a seguinte observação sobre o conceito da culpa:

Para caracterização da culpa deve recorrer-se ao standard do dever de diligência. Com efeito, se o administrador atuou dentro de seus poderes ou atribuições, a sua responsabilidade pessoal decorrerá da comprovação de que sua conduta foi incompatível com a diligência que se espera, a partir de um juízo de culpabilidade. O comportamento doloso pode verificar-se quando o administrador, agindo dentro de suas atribuições, busca deliberadamente prejudicar a companhia, firmando, por exemplo, um contrato lesivo aos seus interesses. O ato praticado dentro das atribuições e poderes do administrador constitui aquele que não só está inserido no âmbito da sua competência legal e estatutária, como, também, do objeto social. Se o administrador causa, com seu comportamento, atuando nos limites legais e estatutários, assim como de acordo com o objeto social, porém de forma não diligente, um dano à companhia, será obrigado a repará-lo, desde que provada a sua culpa.<sup>50</sup>

Com relação o ônus da prova, este também será diferente dependendo do caso que ensejou a responsabilização: é de quem alega, quando ocorre prejuízo decorrente de dolo ou culpa do administrador; e será do administrador, nos casos de violação ao estatuto e à lei, ocorrendo, dessa forma, a inversão do ônus da prova, conforme afirma COUTO SILVA:

A lei de sociedade por ações inverte o ônus da prova se o ato do administrador viola a lei ou o estatuto, o que se justifica porque os administradores são profissionais, comerciantes, empresários ou técnicos, e a estrita observância da lei e do estatuto é fundamental para a proteção de todos os interessados na companhia ou na sua atividade.<sup>51</sup>

Deste modo, conclui-se que quando o administrador age com culpa ou dolo a companhia responderá solidariamente pelos danos eventualmente causados, podendo, posteriormente, propor ação regressiva contra ele; e quando o administrador age com violação da lei ou do estatuto, a sociedade não responde pelos danos, salvo se houver tirado proveito do ato; ratificado-o; ou o prejudicado for terceiro de boa-fé.

Os efeitos decorrentes do descumprimento ou violação dos deveres de um administrador podem refletir de diversas maneiras: tanto podem ser afetados aqueles que investem o seu patrimônio em valores mobiliários, quanto parceiros comerciais que dependam da atividade da companhia. Além disso, as consequências da má administração irão, por óbvio, afetar a própria companhia e a coletividade na qual se insere a companhia. Em sendo constatado prejuízo para a

<sup>50</sup> EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. Vol. II. São Paulo: Quarter Latin, 2011.

<sup>51</sup> COUTO SILVA, Alexandre. *Responsabilidade dos administradores de S.A: business judgment rule*. 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.



companhia, devem-se apurar os danos ocorridos por meio da assembleia geral. Este é o órgão dotado de competência para deliberar sobre o assunto pois nele será discutida a possibilidade da propositura de ação de responsabilidade em face do administrador.

### 1.3.2. Responsabilidade penal

O delito criminal representa violação da lei penal e causa um desequilíbrio social que deve ser reparado, através da segregação do agente, da respectiva diminuição patrimonial ou da privação de uma capacidade do mesmo. A responsabilidade penal resulta da prática de crimes, verificados através do devido processo legal, e depende da prévia concessão de garantia, ao réu, da ampla defesa.

Na seara do direito empresarial, a responsabilidade penal dos administradores de sociedades anônimas está prevista no artigo 177 do Código Penal<sup>52</sup>, com pena de multa e reclusão<sup>53</sup>. Além

---

<sup>52</sup> BRASIL. Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940. Institui o Código Penal. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2848compilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm). Acesso em 23 out. 2020.

<sup>53</sup> “Art. 177 - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembleia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo: Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular.  
 § 1º - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular:  
 I - o diretor, o gerente ou o fiscal de sociedade por ações, que, em prospecto, relatório, parecer, balanço ou comunicação ao público ou à assembleia, faz afirmação falsa sobre as condições econômicas da sociedade, ou oculta fraudulentamente, no todo ou em parte, fato a elas relativo;  
 II - o diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade;  
 III - o diretor ou o gerente que toma empréstimo à sociedade ou usa, em proveito próprio ou de terceiro, dos bens ou haveres sociais, sem prévia autorização da assembleia geral;  
 IV - o diretor ou o gerente que compra ou vende, por conta da sociedade, ações por ela emitidas, salvo quando a lei o permite;  
 V - o diretor ou o gerente que, como garantia de crédito social, aceita em penhor ou em caução ações da própria sociedade;  
 VI - o diretor ou o gerente que, na falta de balanço, em desacordo com este, ou mediante balanço falso, distribui lucros ou dividendos fictícios;  
 VII - o diretor, o gerente ou o fiscal que, por interposta pessoa, ou conluiado com acionista, consegue a aprovação de conta ou parecer;  
 VIII - o liquidante, nos casos dos ns. I, II, III, IV, V e VII;  
 IX - o representante da sociedade anônima estrangeira, autorizada a funcionar no País, que pratica os atos mencionados nos ns. I e II, ou dá falsa informação ao Governo.  
 § 2º - Incorre na pena de detenção, de seis meses a dois anos, e multa, o acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembleia geral.”

disso, há outras infrações penais as quais o administrador está sujeito, como os crimes de sonegação fiscal, contra o mercado de capitais, ou de corrupção.

A responsabilidade penal dos administradores de empresas está prevista nas seguintes leis, dentre outras: (a) a Lei n. 7.492/86, que trata dos crimes contra o sistema financeiro nacional, (b) a Lei n. 8.137/90, que trata dos crimes contra a ordem tributária, econômica e contra as relações de consumo, (c) a Lei n. 10.303/2001, que alterou a Lei n. 6.385/76, referente ao mercado de capitais, e (d) a Lei n. 1.521/51, referente à economia popular, que trata de fraude a qualquer informação devida aos acionistas, visando à sonegação de lucros e dividendos ou à promoção de desvio de fundos da sociedade.

### 1.3.3. Responsabilidade solidária

A redação do parágrafo segundo do artigo 158 da Lei das S.A. prevê que os administradores respondem solidariamente pelos prejuízos que decorram do não cumprimento dos deveres legais. Somente pelo fato de o estatuto social da companhia não atribuir todas as responsabilidades a todos os administradores, não se pode eximir o administrador de responder solidariamente por algum dever não cumprido que não fosse expressamente seu. Isto porque, conforme já verificado, o cargo impõe uma série de deveres no que tange à obrigatoriedade de agir com diligência e se informar sobre o que ocorre no desenvolvimento dos negócios.

Caso o administrador tenha conhecimento de fatos de terceiros, contrários aos deveres legais, e não tome nenhuma medida para impedir o ilícito, aí então responderá solidariamente. Da mesma forma, responderá caso seja conivente com os atos praticados por outro administrador, ou seja negligente ao descobrir os fatos já praticados ou que estejam prestes a acontecer.

Faz-se necessário ainda que o administrador que venha a ter conhecimento de fatos desvantajosos ou contrários à empresa, afim de que possa se eximir de qualquer responsabilidade, deva registrar uma objeção em reunião do órgão de administração competente, levando o fato a conhecimento da assembleia geral ou órgão competente, conforme previsto no parágrafo primeiro do já mencionado artigo.

Por fim, aquele que seja estranho à administração da sociedade, mas que venha em conjunto com um administrador, beneficiar a si mesmo ou a outrem, praticando ato que viole a lei ou o estatuto, responderá solidariamente ao administrador. Esta situação está prevista no parágrafo quinto do art. 158 da Lei das S.A. Pode-se, portanto, depreender do exposto que a Lei oferece ferramentas efetivas para a autoproteção dos administradores. Além disso, nota-se que o legislador se atentou ao risco inerente ao cargo, e criou ampla normatização para além da autoproteção desses funcionários, conferindo a eles maior segurança na tomada de decisões e na assunção do cargo e das funções.

#### 1.3.4. Ação de responsabilidade

A sociedade obriga-se perante terceiros, de boa-fé, pelos atos praticados por seus administradores, dada a sua responsabilidade presumida pelos atos praticados pelos seus gestores, conforme o disposto no art. 158 da Lei das S.A. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade, e em virtude de ato regular de gestão: por esses atos quem responde é a própria sociedade, devidamente representada.

A ação de responsabilidade é o meio legal a partir do qual poder-se-á atribuir ao comportamento do administrador, a parcela de prejuízo causada à empresa. Está prevista na Lei das S.A. em seu art. 159, que dispõe que “*Compete à companhia mediante prévia deliberação da assembleia geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio*”<sup>54</sup>.

A sociedade somente se vincula, e reconhece como válidas as obrigações contraídas em seu nome, quando respeitadas as condições de representação pelos administradores, ou seja, nos limites dos poderes que lhes foram conferidos, e em respeito ao escopo do objeto social da sociedade. Em caso de prática de atos de seus administradores com excesso de poderes, somente será responsabilizada: (i) se o Contrato Social estiver corretamente averbado no registro competente;

---

<sup>54</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*, 4.ed. São Paulo: Saraiva, v.2, 2001.

(ii) se a limitação dos poderes dos administradores era evidente para o terceiro prejudicado pelo ato praticado com excesso; (iii) ou se a operação ou ato praticado foi, indubitavelmente, contrário ao objeto social. Nesses casos, a sociedade poderá opor-se ao terceiro lesado que vier a lhe exigir indenização pelos danos causados, por ato praticado por representante legal da mesma, com excesso de poderes.

A ação de responsabilidade poderá ser proposta por aquele que foi lesado, para o ressarcimento do prejuízo sofrido, em consequência do ato culposo ou doloso praticado pelo administrador. Neste sentido, a depender do sujeito que a propõe e do dispositivo legal utilizado para fundamentar a propositura, a ação de responsabilidade poderá ser social ou individual. A ação social, por sua vez, poderá ser classificada em “*uti universi*” ou “*uti singuli*”. Quando for proposta pela companhia, a ação social será considerada “*uti universi*”, mediante deliberação em assembleia geral. Caso a propositura não seja aprovada em assembleia, ou ainda que aprovada, não seja realizada em até 3 (três) meses após a data da deliberação, poderão quaisquer acionistas propor a ação de responsabilidade, desde que representem 5% (cinco por cento) do capital social, caracterizando assim a ação “*uti singuli*”.

LAGASSI aprofunda o tema da ação social de responsabilidade, diferenciando-as da seguinte forma: “*A ação uti singuli afigura-se como um caso característico de substituição processual por previsão legal, uma vez que o direito, embora pleiteado por acionistas, é de titularidade exclusiva da sociedade.*”<sup>55</sup>

Ambas as hipóteses de propositura de ação social de responsabilidade têm fulcro nos parágrafos primeiro à quarto do artigo 159 da LSA, enquanto a ação individual é fundada no parágrafo sétimo do mesmo artigo.

Sendo assim, a ação de responsabilidade poderá ser proposta contra o administrador, pela sociedade, pelo acionista da mesma sociedade, ou por qualquer terceiro lesado, conforme prevê o art. 159<sup>56</sup>, parágrafos primeiro à sétimo, da Lei da S.A.

---

<sup>55</sup> LAGASSI, Veronica. Prática jurídica de direito empresarial passo a passo – Curitiba: CRV, 2020, 268 p.

<sup>56</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.

Qualquer acionista poderá propor a referida ação, se não for promovida pela companhia nos três meses subsequentes à deliberação da assembleia no sentido de fazê-lo, como determina o parágrafo terceiro do art. 159 da Lei das S.A. Entretanto, este prazo de 3 (três) meses não é decadencial: conforme o disposto no art. 287<sup>57</sup> prescreve em 3 (três) anos a ação da sociedade, acionista ou terceiros contra os administradores, para deles haver reparação civil por atos culposos ou dolosos, contra a lei ou o Estatutos Social da companhia. O referido prazo é contado da data da publicação da ata que aprovar o balanço referente ao exercício em que a violação tenha ocorrido.

No entanto, se a Assembleia decidir não ajuizar a referida medida contra o administrador, os acionistas só poderão fazê-lo se representarem ao menos 5% (cinco por cento) do capital social, como previsto no parágrafo quarto do art. 159 da lei das S.A. Esse percentual mínimo poderá ser reduzido pela CVM, em função do valor do capital social, quando se tratar de companhia aberta.

Interposta a medida judicial contra o administrador, de acordo com o art. 159, parágrafo sexto da Lei das S.A., o juiz poderá decidir pela não responsabilização do administrador, se entender que o mesmo agiu de boa fé e de acordo com o interesse da sociedade. É deste tipo de excludente de responsabilidade que falaremos a seguir, para compreender melhor os requisitos deste afastamento.

---

§ 1º A deliberação poderá ser tomada em assembleia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembleia-geral extraordinária.

§ 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembleia.

§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia-geral.

§ 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.

§ 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

§ 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.

§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.”

<sup>57</sup> De acordo com o artigo 287, inciso II, b -2, prescreve em 3 anos: “a ação contra os fundadores, acionistas, administradores, liquidantes, fiscais ou sociedade de comando, para deles haver reparação civil por atos culposos ou dolosos, no caso de violação da lei, do estatuto ou da convenção de grupo, contado o prazo: para os acionistas, administradores, fiscais e sociedades de comando, da data da publicação da ata que aprovar o balanço referente ao exercício em que a violação tenha ocorrido;”

### 1.3.5. Exclusão de responsabilidade

Há situações em que o exercício do dever legal do administrador resulta em prejuízo à sociedade. Deste modo, o parágrafo sexto do artigo 159, conforme anteriormente apresentado, prevê a exclusão da responsabilidade do administrador, desde que haja indícios de que este agiu de boa-fé e visando o interessando da companhia. Acerca desta possibilidade, GUERREIRO conclui que:

O §6º do mesmo artigo dispõe no sentido de que o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia. Pretendeu o legislador de 1976 acentuar a exclusão da culpa por força da boa-fé do administrador e da conseqüente inexistência de qualquer propósito indevido na sua conduta irregular no plano objetivo. Não há dúvida de que a lei procura, tais exceções, uma valoração concreta do procedimento do administrador na esfera psicológica, o que confere ao juízo sobre cada caso, em particular, amplitude de apreciação subjetiva, por parte do julgador que, a rigor, não necessitaria de explicitação legislativa.<sup>58</sup>

Verifica-se que o legislador foi influenciado pela doutrina norte-americana a respeito da regra da decisão negocial, a *business judgment rule*, que estabelece *standards* de conduta e padrões de comportamento que devem ser observados pelos administradores, afim de evitar a responsabilização daquele que age de boa-fé e com cumprimento ao dever de diligência, no exercício de suas atribuições. O conceito e os requisitos deste instituto serão estudados no próximo capítulo.

---

<sup>58</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo. V.42, abr/jun. 1981.

## 2. A BUSINESS JUDGMENT RULE

### 2.1. Origem e conceito

Os primeiros traços da *business judgment rule* podem ser extraídos de julgados dos tribunais ingleses a partir do caso *Charitable Corporation vs. Sutton*, em 1742, ocasião em que restou entendido que, após advirem más consequências da execução de determinado ato no exercício de poder de administração, não há como ocorrer um julgamento posterior para afirmar se os administradores anteviram, à época em que praticaram o ato, o que necessariamente iria acontecer, se incorreram em quebra de confiança<sup>59</sup>.

A *business judgment rule* é um conceito desenvolvido pelos tribunais norte-americanos, para o julgamento de casos nos quais os acionistas ou a companhia pleiteiam a responsabilização dos administradores por decisões tomadas no exercício da administração da companhia. Estima-se o seu surgimento como princípio jurisprudencial em meados do século XIX<sup>60</sup>, quando a Suprema Corte de Louisiana, no julgamento do caso *Percy v. Millaudon*<sup>61</sup>, decidiu que o simples fato de um administrador ter tomado uma decisão que resultou em prejuízo para a companhia não era suficiente para responsabilizá-lo. No caso, a corte decidiu que o modo para se avaliar se um administrador é culpado, deve se dar através da verificação de negligência ao dever de cuidado e dever diligência em suas funções.

Além dos julgamentos aqui mencionados, algumas organizações americanas passaram a envidar esforços no intuito de codificar a *business judgment rule*, afim de uniformizar o entendimento. Desse modo, foram editados o *Revised Model Business Corporation Act*, e o *Corporate Governance Principles of American Law Institute*, que discorrem sobre normas de soft law, e constituem recomendações, elencando os elementos exigidos para a aplicação do instituto no direito norte-americano. Esses elementos serão apresentados mais adiante.

<sup>59</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Tratado de direito comercial. vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2015.

<sup>60</sup> COUTO SILVA, Alexandre. *Responsabilidade dos administradores de S.A: business judgment rule*. 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

<sup>61</sup> BLOCK, Dennis J. BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. *The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors*. 6a ed. V.1. New York: Aspen Publishers, 2009.

Sua definição, natureza jurídica e elementos continuam a ser objeto de debate, tratando-se de um instituto continuamente em construção e em evolução. Conforme afirmou PARGENDLER: “a *business judgment rule* representa um dos conceitos menos compreendidos de todo o campo societário”<sup>62</sup>.

Este conjunto de regras tem por objetivo proteger a razoável margem de discricionariedade intrínseca à função dos administradores, tendo em vista que “devem ser encorajados a correr os riscos inerentes à gestão empresarial e não podem ficar permanentemente sujeitos a ter suas decisões revistas”. Caso contrário, haveria uma maior resistência ao exercício da função de administrador, uma vez que todas as suas decisões, ainda que tomadas de boa-fé e no interesse da companhia, seriam passíveis de julgamento.

Segundo PARENTE, a *business judgment rule* possui o seguinte objetivo:

A *business judgment rule* tem por finalidade oferecer ampla proteção às decisões de negócios bem informadas, constituindo uma espécie de “porto seguro” para os administradores, que devem ser encorajados não apenas a assumir cargos de administração, como também a correr determinados riscos que são inerentes à gestão empresarial. Com efeito, as pessoas competentes devem ser estimuladas a aceitar a função de administradores, sendo conveniente que disponham de amplos poderes para conduzir os negócios sociais.<sup>63</sup>

Por meio desta regra, a autoridade responsável por decidir a responsabilização dos administradores, ao julgar cada caso, não deve rever o mérito das decisões negociais tomadas pela administração, mas sim observar se processo da tomada de decisão, foram respeitados todos os requisitos que demonstram que o administrador atuou de forma diligente.

É importante destacar que a *business judgment rule* não objetiva a proteção de qualquer decisão de gestão tomada pelo administrador. Essa regra não pode ser entendida como uma excludente definitiva do controle jurisdicional no âmbito das decisões tomadas pela administração

---

<sup>62</sup> PARGENDLER, Mariana. *Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule* no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*. vol. 953, 2015.

<sup>63</sup> PARENTE, Flavia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.



da companhia, mas sim como uma regra que tem como finalidade estabelecer um equilíbrio para evitar excessos no controle jurisdicional em relação a atos de gestão e decisões negociais.

### 2.1.1. Padrão de conduta x Padrão de revisão

Considerando que a *business judgment rule* não prescreve um comportamento pontual a ser adotado ou uma conduta em particular a ser evitada pelos administradores, ela não pode ser considerada uma regra, mas sim como um *standard*.

Os standards dividem-se em *standards* de conduta e *standards* de revisão<sup>64</sup>. O *standard* de conduta é uma diretriz genérica que indica um padrão de comportamento a ser seguido em determinada situação. O *standard* de revisão, por sua vez, é um parâmetro que prescreve o que deve ser aplicado pelos tribunais quando do julgamento da conduta de um agente para determinar se esse deve ou não ser responsabilizado. O *standard* de conduta e o *standard* de revisão são constantemente confundidos.

Dessa forma, enquanto o dever de diligência é o *standard* de conduta aplicável aos administradores por ações e decisões desinteressadas tomadas na administração de companhias, a *business judgment rule* é o *standard* de revisão a ser aplicado pelos tribunais e/ou órgãos responsáveis quando da análise do cumprimento do dever de diligência. Esses *standards* diferem, na medida em que o exame conduzido sob a *business judgment rule* é menos abrangente, e seus elementos, menos rigorosos aos administradores, permitindo apenas uma revisão limitada das decisões de negócio.

Demonstrando o caráter revisional da *business judgment rule*, o Diretor da CVM, Marcelo Barbosa, no âmbito do PAS CVM RJ2015/1421, ao citar o Dir. Gustavo Gonzales, afirma o seguinte:

A respeito, veja-se voto do Diretor Gustavo Gonzalez: “De plano, parece-me importante registrar – sem nenhuma pretensão, todavia, de esgotar o assunto – a importante distinção entre os padrões de conduta e os padrões de revisão adotados para verificar, ex post, o

---

<sup>64</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.

cumprimento dos deveres fiduciários. (...) Embora por vezes inadvertidamente considerados como intercambiáveis, o dever de diligência é padrão de conduta, que não se confunde com um padrão de revisão. A regra da decisão negocial, por sua vez, é um padrão de revisão, que em nossa jurisprudência administrativa protege decisões tomadas de modo informado, refletido e desinteressado. Confundir o dever de diligência com a *business judgment rule* conduziria à conclusão de que uma decisão interessada não poderia ser considerada diligente, o que, a toda evidência, não corresponde à realidade, nem reflete o sistema da nossa lei. O administrador interessado que toma uma decisão negocial pode não estar protegido pela *business judgment rule*, fato que não lhe exime, de modo algum, de atuar de forma diligente e tampouco permite concluir, sozinho, pela falta de diligência”. (PAS CVM nº RJ2013/11703, j. em 31.07.2018).<sup>65</sup>

Portanto, pode-se concluir que a *business judgment rule* é, em verdade, um *standard* para a não revisão, que não permite a revisão do mérito de decisões de negócio tomadas por administradores.

## 2.2. Os elementos do *standard* no regime norte-americano

Os elementos da *business judgment rule* são definidos pela mesma fonte em que os seus traços foram delineados: a construção jurisprudencial e tentativas de codificação. Sendo assim, do mesmo modo que surgem discussões sobre a *business judgment rule* em si, também ocorre com seus elementos: não há uma definição absoluta, mas uma direção que indica para um padrão.

Isto posto, uma vez que se adota o entendimento no sentido de que a *business judgment rule* é uma presunção de que a decisão negocial foi tomada de modo desinteressado e independente, com base nas devidas informações e revestida de boa-fé, acreditando que a partir dela, perseguiu-se os melhores interesses da companhia, se tem como elementos: (i) decisão negocial; (ii) lealdade; (iii) diligência; e (iv); boa-fé<sup>66</sup>; conforme restará demonstrado.

Neste mesmo sentido, conforme demonstra COUTO SILVA, pode ser considerado ainda um quinto elemento – a inexistência do abuso de discricionariedade, extraído do entendimento jurisprudencial de Delaware. Dessa forma, caracteriza os elementos que compõem a *business*

<sup>65</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/1421. Rel. Henrique Machado. Julgado em 25 jun. 2019. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190625\\_PAS\\_CVM\\_RJ2015\\_1421\\_manifestacao\\_voto\\_presidente\\_marcelo\\_barbosa.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190625_PAS_CVM_RJ2015_1421_manifestacao_voto_presidente_marcelo_barbosa.pdf)>. Acesso em 23 out. 2020.

<sup>66</sup> BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors*. 6a.ed. Nova York: Aspen Publishers, 2009.

*judgment rule*, da seguinte forma: (i) a decisão ou julgamento do negócio; (ii) desinteresse e independência; (iii) dever de diligência; (iv) boa-fé; e (v) inexistência de abuso de discricionariedade.

EIZIRIK também constata outros requisitos de aplicação, como se percebe:

A regra da decisão empresarial, que isenta de responsabilidade o administrador, é aplicável uma vez atendidos cumulativamente os seguintes requisitos: (i) deve ter ocorrido uma decisão, não estando protegidas pela regra as condutas omissivas, exceto se resultantes de uma decisão de não tomar qualquer medida; (ii) os administradores não podem ter qualquer interesse financeiro ou pessoal na matéria, ou seja, não se aplica a regra se estiverem em situação de conflito de interesses; (iii) os administradores devem estar bem informados antes de tomarem a decisão, isto é, atuando de forma diligente; (iv) os administradores devem estar perseguindo o interesse social; (v) a atuação dos administradores deve ter ocorrido no âmbito de seus poderes legais e estatutários; e (vi) os administradores devem estar atuando de boa-fé.<sup>67</sup>

A decisão ou julgamento do negócio consiste no fato de que só há proteção pela regra, caso haja decisão por parte do administrador. É preciso que se verifique a ocorrência de uma decisão, isto é, as condutas omissivas não estão protegidas pela *business judgment rule*. Contudo, deve-se destacar que a decisão por se abster também constitui uma decisão, e diferenciá-la da abstenção em si.

O desinteresse e independência correspondem a vedação ao administrador de que ele possua interesse pessoal em operações da companhia. Isto ocorre nos casos em que, em detrimento dos interesses sociais, será o único beneficiado pela decisão tomada.

O dever de diligência, enquanto elemento da *business judgment rule*, segundo COUTO SILVA, consiste na atuação informada e fundamentada do administrador ao tempo da tomada de decisão.

A boa-fé, por sua vez, indica que os administradores deverão agir de maneira honesta e justa, ficando caracterizada a ausência de boa-fé, por exemplo, nas situações em que eles atuam em seu benefício pessoal ou de outrem, que não seja a companhia.

---

<sup>67</sup> EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. Vol. II. São Paulo: Quarter Latin, 2011.

O último dos elementos da *business judgment rule* elencados por COUTO SILVA diz respeito à decisão sem abuso de discricionariedade, visando à não proteção de decisões irrazoáveis e irracionais. Desse modo, o administrador não deverá ser beneficiado pela regra se agir de modo arbitrário, sem qualquer restrição ou limite.

Seguindo o mesmo raciocínio, YAZBECK comenta:

Para a decisão tipicamente negocial, impõe-se o teste da chamada *business judgment rule*: se a decisão foi tomada com base em informações adequadas e suficientes, com boa-fé e procurando atender aos interesses da companhia, o administrador não pode ser punido pelos resultados que dela decorreram. Entender de maneira distinta seria permitir que os julgadores avaliassem o mérito de decisões de negócio, ingressando em seara que foge aos limites do dever de diligência propriamente dito. Por outro lado, quando se está tratando de dever de monitoramento, ao menos nas suas formas mais típicas, não há que se falar em aplicação da *business judgment rule* pelo simples fato de inexistir uma decisão propriamente negocial, conformadora dos resultados obtidos – impor-se-ia então a verificação da razoabilidade e da adequação dos esforços despendidos pelo administrador nas suas atividades.<sup>68</sup>

Dessa forma, se conclui que uma vez que haja decisão negocial desinteressada e independente, tomada de modo devidamente informado e orientado pela boa-fé, o administrador pode se valer da proteção da *business judgment rule*, não sendo considerado o mérito da decisão negocial, mas sim de que o processo da tomada de decisão tenha inobservado algum dos seus elementos.

Os principais elementos são melhor caracterizados nas seções a seguir, por exceção do dever de diligência, cujo significado já foi esgotado no presente trabalho.

### 2.2.1. Decisão negocial

---

<sup>68</sup> YAZBECK, Otavio. Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012

Para se admitir a possibilidade da aplicação da *business judgment rule*, é necessário que se deva estar diante de uma decisão negocial da administração da companhia, uma vez que se trata do próprio objeto de proteção da regra, conforme apresentado anteriormente.

Com isso, busca-se evitar a tutela do administrador indiferente, negligente, que deixou de considerar suas opções e formulou uma decisão. Segundo entendimento da corte americana, “*a director cannot close his eyes to what is going on about him in the conduct of the business of the corporation and have it said that he was exercising business judgment.*”<sup>69</sup> Isso significa que o administrador não pode deixar de observar o que acontece com os negócios da companhia, e utilizar deste argumento como uma decisão de negócios. As consequências dessa omissão, assim, estão sujeitas à revisão sob o dever de diligência.

Deve-se ressaltar que a *business judgment rule* cuida apenas de proteger os atos *intra vires*, na medida em que “essa decisão deve obrigatoriamente estar dentro do espectro de competência e ação regulares do administrador, mormente no que se refere à legalidade e conformidade com o estatuto social, em especial aos limites do seu objeto”<sup>70</sup>. Além disso, a decisão deve versar sobre negócios. Decisões que versem sobre outros assuntos, como, por exemplo, questões legais, organizacionais e procedimentos internos da companhia, bem como o cumprimento de obrigações impostas pelo estatuto da companhia, não estão do âmbito de aplicação da *business judgment rule*

### 2.2.2. Desinteresse e independência

O requisito do desinteresse e independência relaciona-se ao fato de que aos administradores não é permitido utilizar-se de suas posições de poder e confiança para perseguir interesses pessoais. Dessa forma, a proteção da *business judgment rule* só pode ser pleiteada por administradores que não tenham interesse na decisão cuja reforma é requerida.

Esse critério justifica-se à medida que a *business judgment rule* não protege os administradores de violações ao dever de lealdade, já estudado. Entende-se que, nesses casos, o

<sup>69</sup> Casey v. Woodruff, 49 N.Y.S.2d 625, 643 (N.Y. 1944).

<sup>70</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de direito comercial*. vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2015.

juízo dos administradores será influenciado pelas consequências pessoais resultantes da decisão, prejudicando sua habilidade de negociar ou ponderar os termos da transação em nome da companhia.

É considerado desinteressado o administrador que não tem qualquer interesse na decisão ou que dela não derive nenhum benefício pessoal. Segundo a Suprema Corte de Delaware, os administradores não podem figurar em ambos os lados de uma transação, nem podem esperar receber dela alguma vantagem pessoal, sem perder a proteção oferecida pelo standard.<sup>71</sup> Logo, o administrador é interessado se receber benefícios não divididos com os acionistas ou com a companhia, ou se for materialmente afetado, em seu benefício ou detrimento, pela decisão contestada judicialmente, de forma distinta da companhia ou dos acionistas (ou em que a decisão terá impacto para o administrador, mas não para a companhia ou para os acionistas).

O interesse implica não somente o financeiro, mas também as relações firmadas pelo administrador. Ele, portanto, será considerado interessado se for parte da transação ou caso dela receba ou espere receber benefício pecuniário; ou se tiver relacionamento familiar, financeiro, ou de negócio com indivíduo que preencha tais requisitos. Além disso, deve-se analisar se o administrador apenas recebeu benefício não dividido com os acionistas ou com a companhia, mas também se esse benefício era de tamanha importância a ponto de ser capaz de influenciar o seu juízo.

Além de ser desinteressado, o administrador deve ser independente. Isso significa que a decisão questionada deve ter sido tomada pelos seus próprios méritos, e não porque o administrador era dominado ou controlado por pessoa interessada<sup>72</sup>. Ou seja, as decisões negociais tomadas pelos administradores devem se justificar pela análise dos seus prós e contras, e não por circunstâncias ou influências externas.

Segundo COUTO SILVA, o administrador não é independente quando é controlado por pessoa interessada na operação, de forma que sua capacidade de discricionariedade seja afetada.<sup>73</sup>

---

<sup>71</sup> Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (1984).

<sup>72</sup> Ibidem.

<sup>73</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

Por sua vez, um administrador é controlado quando é dominado por outra pessoa, seja por relacionamentos pessoais ou familiares ou por força da vontade (*force of will*), ou quando controlado por uma entidade que tenha o poder de determinar se o administrador continuará a receber um benefício do qual é dependente.

### 2.2.3. Boa-fé

Além de tomar uma decisão negocial na administração da companhia independente e desinteressada, de acordo com os elementos já estudados, o administrador deve tê-la tomado de boa-fé, e com a finalidade de cumprir os interesses da companhia. Ao fixar esse critério, a *business judgment rule* protege apenas os administradores que cometeram erros honestos de julgamento.

Revela-se necessário apontar, portanto, os desdobramentos da boa-fé: a boa-fé objetiva e a boa-fé subjetiva.

A boa-fé objetiva trata-se de um *standard* que direciona o comportamento do agente aos valores ético-jurídicos da probidade, honestidade, lealdade e da consideração às legítimas expectativas do outro envolvido na relação jurídica. Assim, a boa-fé objetiva, por direcionar a valores, como princípio jurídico que também é, conduz o agente a um estado ideal das coisas, sendo esse estado ideal a ação proba, correta, leal, com o corolário adimplemento satisfativo.

Já a boa-fé subjetiva, por sua vez, é compreendida como estado de consciência caracterizado pela convicção do sujeito de estar agindo em consonância com a norma legal. Diz-se subjetiva justamente por variar conforme a intenção do sujeito da relação jurídica, de modo que, se bem-intencionado, diz-se norteado pela boa-fé subjetiva e, do contrário, pela má-fé.

Entende-se que a boa-fé objetiva seria a raiz que origina os tantos outros deveres dos administradores, tendo em vista a sua aptidão para produção de normas jurídicas. Desse modo, a boa-fé subjetiva seria o elemento exigido para a aplicação da *business judgment rule*, haja vista que o que se requer para a aplicação da regra é justamente a intencionalidade do administrador em tomar a decisão acreditando estar o fazendo nos melhores interesses da companhia.

#### 2.2.4. Inexistência de abuso de discricionariedade

O presente trabalho inclui entre os elementos de aplicação do *standard* a inexistência de abuso de discricionariedade<sup>74</sup>. Segundo esse critério, o *standard* não protege decisões irrazoáveis ou irracionais.

A decisão é entendida como irracional ou irrazoável se não for possível atribuir algum sentido a ela; se for racionalmente inexplicável; se tão absurda que não for justificável por outro motivo que não a má-fé; ou, ainda, se não for resultado possível do processo de tomada de decisão.

O comentário oficial do *Model Business Corporation Act* ao § 8.30 reitera o exposto ao afirmar que decisões tão afastadas da razão, ou tão irracionais que ultrapassem o limite do discernimento constituem um abuso de discricionariedade, e, portanto, não satisfazem o requisito. A caracterização do abuso de discricionariedade se dará face a uma conduta que, de tão insensata ou irrazoável, equivaleria a um abuso por parte do administrador.

#### 2.3. Recepção pela Lei das S.A.

A respeito da 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 art. 159, §6º, da Lei das S.A, dispõe que “o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.” Desta interpretação, CARVALHOSA afirma que a norma assegura ao juiz a faculdade de decidir por equidade<sup>75</sup>. CORRÊA-LIMA afirma que este artigo fez uma transposição consciente e inconsciente da *business judgment rule*<sup>76</sup>, e dos princípios e teorias jurídicas que a

---

<sup>74</sup> Conforme mencionado no início do presente capítulo, a doutrina brasileira não é uniforme em reconhecer este princípio como um dos elementos caracterizadores da *business judgment rule*.

<sup>75</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*: v. III. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015.

<sup>76</sup> CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. 3. ed. rev. e atual. Belo Horizonte: Del Rey, 2005.



acompanham para o direito brasileiro. EIZIRIK concorda, argumentando que o legislador brasileiro inequivocamente consagrou o *standard* norte-americano por meio do referido dispositivo legal.<sup>4</sup> No mesmo sentido, COUTO SILVA 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>77</sup>

Já outros autores, como PARGENDLER e o ex-diretor da CVM Luiz Antonio de Sampaio Campos, argumentam que o dispositivo consagra uma espécie de *business judgment rule* personalizada, que não abarca todos os elementos do instituto, mas identificam uma *ratio* comum: proteger os administradores de boa-fé que tomaram decisões visando ao interesse da companhia, mesmo que essas tenham resultado em prejuízo para a companhia. Confirmando sua adotado posição, PARGENDLER traça uma série de diferenças entre o *standard* no ordenamento norte-americano, quando comparado com a previsão da 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. art. 159, § 6º, faz referência genérica a administradores, o que compreenderia tanto os membros do Conselho Administração como os integrantes da Diretoria; há, como visto profunda incerteza no direito norte-americano quanto à possibilidade de se invocar a *business judgment rule* relativamente aos diretores (*officers*).<sup>78</sup>

Entretanto, ressalta a autora que essas diferenças não prejudicam o argumento de que o art. 159, em seu § 6º, contempla a “tropicalização” da *business judgment rule*. Trata-se, em última análise, de uma “norma que atua como equivalente funcional” do instituto norte-americano<sup>79</sup>.

---

<sup>77</sup> COUTO SILVA, Alexandre. *Responsabilidade dos administradores de S.A: business judgment rule*. 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

<sup>78</sup> PARGENDLER, Mariana. *Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule* no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*. vol. 953, 2015

<sup>79</sup> *Ibidem*.

Já os autores BRIGAGÃO e ADAMEK defendem que o parágrafo sexto do artigo 159 da Lei das S.A. não recepcionou a *business judgment rule*. Segundo eles, enquanto a *business judgment rule* americana opera com uma presunção relativa de que os administradores atuaram de maneira informada, de boa-fé e no interesse da companhia, isentando-os de responsabilidade, o art. 159, §6º, permite a exclusão de responsabilidade, somente após essa ter sido apurada no processo<sup>80</sup>.

Ou seja, a *business judgment rule* americana opera em fase anterior à regra do art. 159, §6º. Se preenchidos seus elementos, o mérito da decisão negocial sequer será avaliado, não se atribuindo responsabilidade ao administrador em nenhuma etapa. Em contraste, segundo a regra brasileira, primeiro verifica-se que o administrador cometeu ato ilícito e deve ser responsabilizado e somente depois o juiz decide isentá-lo do dever de reparar o dano. BRIGAGÃO conclui, no entanto, que a recepção da regra ocorreu no artigo 158, e não no artigo 159.

---

<sup>80</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello *A business judgment rule no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A.* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 74, out-dez 2016.

### 3. APLICAÇÃO DO STANDARD PELA CVM

#### 3.1. Reconhecimento de aplicação pela CVM

Independentemente dos artigos 159, § 6º e 158 da Lei das S.A., consagrarem ou não a *business judgment rule*, é pertinente a discussão da sua aplicabilidade no Brasil. De fato, na maioria de suas decisões colegiadas, a CVM afirma aplicar a *business judgment rule* sem fazer menção a qualquer dispositivo legal ou à sua consagração no ordenamento brasileiro. Ou seja, a adoção expressa do *standard* pela legislação brasileira não é requisito indispensável para sua aplicação, como iremos verificar.

É possível, dessa forma, aplicar os seus princípios, por entender que as razões que justificam a existência da *business judgment rule* também se aplicam ao mercado brasileiro. Ora, os administradores brasileiros também devem ser encorajados a tomar riscos calculados; as companhias brasileiras também necessitam de profissionais competentes, que seriam desencorajados a assumir cargos dada a possibilidade de responsabilização; as dificuldades com revisão *ex post* das decisões os afetam igualmente; e juízes brasileiros e diretores da CVM não são especialistas em negócios.

Diversos são os casos em que a CVM afirma aplicar a *business judgment rule* quando do julgamento do cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores de companhias abertas. Reforça, 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>81</sup>.

De acordo com BRIGAGÃO, a primeira vez em que a autarquia decidiu pela aplicação do *standard* foi em 12 de fevereiro de 2004, no âmbito do PAS CVM nº 03/02.<sup>82</sup>:

---

<sup>81</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 2015/10677, Rel. Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 07 fev. 2017. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201510677\\_PETROBRAS\\_2.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201510677_PETROBRAS_2.pdf)>. Acesso em 23 out. 2020.

<sup>82</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2017.

De acordo com o voto vencedor, do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, a CVM não poderia responsabilizar administradores pela não distribuição de dividendos dentro da data prevista. Segundo ele, “o não pagamento de uma dívida no vencimento não traz o acionista e à companhia uma responsabilidade disciplinar.”<sup>83</sup>

Um dos casos de maior relevância sobre o tema já julgados pela CVM é o PAS CVM nº 21/2004<sup>84</sup>, por meio do qual o Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa proferiu diversas conclusões em linha com a *business judgment rule*. Em primeiro lugar, assentou os critérios para aplicação do dever de diligência a casos concretos:

- (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 não for desinteressada, aplicam-se as regras do dever de lealdade (arts. 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 justeza 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
- (vi) decisões tomadas sem boa-fé, ou com o intuito de fraudar a companhia ou os investidores não estão protegidas pela regra da decisão negocial

Pode-se notar, que entre os critérios elencados pelo então Diretor, há diversos elementos que também são os caracterizadores da aplicação do *standard* no regime norte-americano, conforme já apresentado, e como se pode inferir pela leitura dos itens (i), (iv), (v) e (vi).

No âmbito do julgamento, o Diretor concluiu que, caso a CVM adotasse posicionamento diverso, as sociedades anônimas abertas perderiam em eficiência, o que resultaria em desestímulo ao mercado de valores mobiliários. São essas as razões que justificam a existência e a aplicação da *business judgment rule*, segundo a autarquia.

---

<sup>83</sup> Ibidem.

<sup>84</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 15 mai. 2007. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515\\_PAS\\_2104.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515_PAS_2104.pdf)>. Acesso em 23 out. 2020.

Outro caso de grande importância foi o PAS CVM nº 2005/1443<sup>85</sup>, em que o mesmo Diretor estabeleceu parâmetros para a aplicação da regra, servindo como paradigma para todos os demais processos que o sucederam.

Primeiramente, ele traçou um paralelo entre o dever de diligência e o *duty of care* do regime americano, apontando as suas semelhanças para tornar possível a aplicação do *standard* no regime brasileiro:

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.<sup>86</sup>

Além disso, fixou quais os princípios que devem ser seguidos para a incidência da “regra da decisão negocial”:

- (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 consequências 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>87</sup>

<sup>85</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa. Julgado em 21 mar. 2006. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510\\_PAS\\_RJ20051443.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf)>. Acesso em 23 out. 2020.

<sup>86</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa. Julgado em 21 mar. 2006. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510\\_PAS\\_RJ20051443.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf)>. Acesso em 23 out. 2020.

<sup>87</sup> Ibidem.

Assim, diante dos casos acima mencionados, verifica-se que a CVM aplica a *business judgment rule*, seus princípios e elementos, se não em sua totalidade, pelo menos parcialmente.

Resumidamente, os critérios utilizados para a análise dos atos de gestão basearam-se em uma versão da *business judgment rule*, composta por três proposições básicas: (i) toda decisão informada, refletida e desinteressada é diligente; (ii) havendo apenas violação do dever de diligência, a autarquia não poderá analisar o conteúdo do julgamento empresarial dos administradores; e (iii) havendo também violação do dever de lealdade (i.e. decisão não desinteressada), a CVM poderá julgar o mérito da decisão da administração.

### 3.2. Casos em que o standard foi adotado pela CVM

Diante de todo o exposto, e uma vez reconhecida a aplicação da regra pela CVM, passa-se agora a demonstração de casos em que a regra foi aplicada, afim de reforçar o que foi aqui defendido, tal seja, a recepção da *business judgment rule* pelo ordenamento brasileiro, e a aplicação do *standard* diante de critérios estabelecidos jurisprudencialmente pela autarquia.

Inicialmente, observamos o voto do Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, no âmbito do PAS CVM nº RJ2013/11703:

Por essas razões, ao avaliar decisões negociais tomadas por administradores de companhias abertas, o Colegiado da CVM vem adotando o padrão de revisão (standard of review) da *business judgment rule* (regra de decisão negocial), desenvolvido a partir da jurisprudência norte-americana, cuja compatibilização com o ordenamento jurídico nacional e, em especial, com os deveres fiduciários previstos na Lei nº 6.404/76, já foi confirmada pela jurisprudência e pela CVM em diversas oportunidades.

Assim, em se tratando de decisão negocial tomada pela Administração no âmbito da esfera de discricionariedade conferida pela legislação societária e pelo estatuto social, a *business judgment rule* pressupõe que, observados certos cuidados durante o processo decisório, não caberá ao julgador substituir-se aos administradores para avaliar a adequação e o mérito da decisão tomada.

Desse modo, confere-se proteção à decisão negocial, limitando a responsabilidade dos administradores que participaram da tomada de decisão às situações em que se possa demonstrar que eles agiram com falta de diligência, má fé ou contra os interesses sociais. Ao se aplicar a *business judgment rule*, restringe-se a esfera de atuação do julgador, a quem caberá analisar tão somente se o comportamento do administrador ao longo do

processo decisório demonstra que ele atuou de maneira informada, refletida e desinteressada, ainda que, posteriormente, considerando os resultados obtidos, venha a se verificar que a decisão tomada não foi a mais benéfica para a companhia. No entanto, caso se verifique a existência de interesse em relação à questão a ser decidida, afasta-se o padrão de revisão da *business judgment rule*, analisando-se, conforme o caso, segundo as regras de impedimento de voto ou pela aplicação do padrão de revisão da *entire fairness*, hipótese em que o foco da análise volta-se aos detalhes e às condições da decisão tomada.<sup>88</sup>

Outro caso que merece destaque é o PAS CVM nº 02/2008, instaurado para apurar a responsabilidade do diretor financeiro da Brasil Telecom S.A. por ter contratado um empréstimo em favor da Highlake International Business Company Ltd., com garantias insuficientes. A acusação argumentou que o diretor não se informou sobre a situação patrimonial da mutuante, por não fazer uma análise de crédito prévia, não tendo tomado uma decisão informada e isenta. Ao não observar os deveres de se informar e de investigar, o acusado teria incorrido em violação ao art. 153 da Lei das S.A.<sup>89</sup>

A decisão do caso observou em parte o prescrito pela *business judgment rule*. O relator, Roberto Tadeu Antunes Fernandes, reconheceu que há uma presunção de que as decisões negociais tomadas pelos administradores foram de boa-fé e no interesse da companhia. Contudo, baseou a absolvição do acusado em fundamento diverso:

A meu sentir, o Acusado logrou êxito em comprovar que não se pautou exclusivamente nas informações fornecidas pela parte interessada e que considerou, ao decidir pela concessão do empréstimo à Highlake, a existência de elementos que, a seu ver, configuravam-se suficientes para suportar sua decisão.<sup>90</sup>

Confirma-se, dessa forma, a afirmação proferida por Henrique Moreira no PAS CVM nº 2015/10677, no sentido de que é posição consolidada no âmbito da CVM que o exame do mérito de decisões negociais foge à sua competência.

<sup>88</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2013/11703. Rel. Gustavo Borba. Julgado em 31 jul. 2018. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201311703.pdf>>. Acesso em 30 out. 2020.

<sup>89</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 02/2008. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. j. em 05 mar. 2013. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130305\\_PAS\\_022008.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130305_PAS_022008.pdf)>. Acesso em 30 out. 2020.

<sup>90</sup> Ibidem.

Contudo, ressalta-se que, por vezes, a posição adotada pela autarquia não é condizente com o aspecto processual da *business judgment rule*. Isto é, em alguns casos, ignora que cabe à acusação ou ao demandante comprovar que os elementos do *standard* não foram observados no caso concreto, e que há uma presunção de regularidade que se estende a todos os elementos.

Isso ocorre nos casos nos quais a CVM não aplica a *business judgment rule* como uma presunção, exigindo que os administradores comprovem o atendimento a tais requisitos, sob pena de responsabilização.

### 3.3. Casos em que o standard não foi aplicado pela CVM

Conforme se observa no voto do Diretor Gustavo Borba, no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/5099, até mesmo a não aplicação do *standard* segue o preceito dos elementos reconhecidos jurisprudencialmente, verificando a não aplicação da regra uma vez detectado o conflito de interesse:

Conforme expõe o Diretor Pedro Oliva Marcilio de Souza, em seu voto proferido no PAS CVM RJ2005/1443, “os juízes norte americanos preocupam-se mais com o processo para a tomada de decisão do que com o ‘valor’ do negócio”, pois um “processo bem organizado e sem a influência do acionista controlador (ou dos administradores interessados) pode levar à aceitação [do valor] como justo (...)”. Acrescenta o Diretor-relator que o “Poder Judiciário americano criou a chamada regra da decisão negocial (*business judgment rule*), segundo o qual, desde que alguns cuidados sejam observados, o Poder Judiciário não irá rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência”, desde que fique comprovada que a decisão tenha sido informada, refletiva e desinteressada.” No presente caso, contudo, não teria sequer cabimento a utilização da “regra de decisão negocial” (*business judgment rule*), uma vez que, para sua utilização, conforme alerta Nelson Eizirik, seria necessário que “os administradores cujas decisões são questionadas não [tivessem] qualquer interesse financeiro ou pessoal na matéria” (Mercado de Capitais – Regime Jurídico; 3ª ed., pag. 445), o que afastaria a aplicação da regra no presente caso.<sup>91</sup>

O mesmo pode se observar no âmbito do PAS CVM nº 24/2006:

---

<sup>91</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/5099. Rel. Gustavo Borba. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160421\\_PAS\\_RJ20145099.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160421_PAS_RJ20145099.pdf)>. Acesso em 30 out. 2020.



Já no que toca o mérito da acusação, um dos pilares da defesa é o de que a atuação do acusado à frente da supervisão do setor de marketing, se analisada pelo prisma da *business-judgment rule*, não destoaria do padrão de diligência exigido dos administradores de companhias abertas, posto que sempre se deu de maneira informada, refletida e desinteressada.

Embora compreenda a busca do acusado pela proteção oferecida pela referida regra, penso que ela desconsidera não só características importantes do processo de evolução ou, melhor dizendo, de construção do dever de diligência no sistema norte-americano (onde surgiu a *business judgment rule*), como também ignora certas particularidades do regime da responsabilidade dos administradores de companhias no Brasil.

Como já tive oportunidade de afirmar no voto que proferi no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 19/05 (julgado em 15.12.2009), consolidou-se nos Estados Unidos o entendimento de que o conteúdo do dever de diligência possui duas naturezas distintas: uma de cunho negocial, sujeita ao teste da *business judgment rule*; e outra de natureza fiscalizatória, sujeita a uma análise de razoabilidade e de adequação. Isto significa que, mesmo no sistema norte-americano, e por diversas razões, o cumprimento do dever de constituir controles internos adequados e eficientes não se confunde com a tomada de decisões protegidas pela *business judgment rule*.

O mesmo ocorre no direito brasileiro. Veja-se que, conforme a sua formulação mais comum, e a despeito de possíveis críticas sobre a sua "tropicalização", a *business judgment rule* blinda as decisões negociais tomadas de maneira informada, desinteressada e refletida. No entanto, os autores nacionais que se debruçaram sobre o conteúdo do dever de diligência vislumbraram, no conceito aberto do art. 153, a presença de uma série de outros comportamentos, dentre os quais destaco, para os fins do presente processo, o dever de vigilância e o dever de investigar.

Assim, fica clara a impropriedade da tentativa de equiparação, sem maiores cuidados, do padrão de comportamento da *business judgment rule* ao presente caso.

Os requisitos fixados pelo PAS CVM nº 2005/1443 também embasaram o PAS CVM nº 2009/2610, instaurado para aferir a responsabilidade dos membros do Conselho de Administração da Clarion S.A. Agroindustrial.

Os administradores foram acusados por não terem diligenciado para obter informações atualizadas acerca da real situação patrimonial da Clarion quando fixaram o preço de emissão das ações. Como resultado, fixaram o preço com base em valor patrimonial expressivamente inferior ao verificado na época, diluindo injustificadamente os minoritários. Ao proferir seu voto, Marcos Barbosa Pinto, relator, ressaltou que, na ausência dos pressupostos da decisão informada, refletida e desinteressada, a decisão não será protegida pela *business judgment rule*. Por entender que esses não foram atendidos, condenou os administradores por violarem o dever de se informar, não tendo sido aplicada a *business judgment rule*.

Nesses dois casos, a *business judgment rule* não foi aplicada como uma presunção. No PAS CVM nº 21/04, para serem absolvidos, coube aos diretores comprovar o desinteresse, a informação e reflexão de sua decisão.

No PAS CVM nº 2009/2610, embora os elementos da *business judgment rule* tenham sido considerados para a análise da conduta dos administradores, esses foram condenados a despeito de não ter restado comprovado que agiram em conflito de interesses, de má-fé, contra os interesses da companhia ou que não empregaram processo adequado para a tomada de decisão. Partiu-se da premissa contrária: como os conselheiros não provaram o atendimento aos requisitos do *standard*, foram sancionados.

Por último, deve ser mencionada a mais recente das decisões envolvendo a inaplicabilidade da *business judgment rule* pela CVM em decisão proferida em julho de 2019 no âmbito do julgamento do PAS CVM RJ2016/7190<sup>92</sup>, em que o diretor Gustavo Gonzalez realizou uma profunda análise do *standard*, dedicando um capítulo completo de seu voto para assegurar de que a autarquia possui amplo conhecimento do padrão de revisão e considerá-lo-á nos casos em que entender que o administrador agiu no interesse da Companhia.

No caso em tela, buscou-se afastar o argumento do acusado de a infração por não divulgação de fato relevante deveria ser analisada sob à luz do instituto objeto deste estudo, pois o diretor da companhia tomou uma decisão negocial ao optar não divulgar tal informação. No entanto, foi demonstrada que nem todas as decisões podem ser consideradas negociais, estabelecendo, portanto, o limite entre até onde o *standard* será aplicado, e onde a CVM agirá para afastar qualquer hipótese em que o *standard* seja utilizado para tentar descaracterizar o descumprimento de uma infração legal, como pode ser observar a seguir:

Contudo, nem toda decisão tomada pelos administradores deve ser considerada uma decisão negocial. Essa categoria abrange aquelas decisões relacionadas com a condução dos negócios da companhia: adquirir ou alienar determinado ativo, investir ou não no desenvolvimento de um novo produto, definir o mix adequado entre capital próprio ou de

---

<sup>92</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 2016/7190, Rel. Gustavo Machado Gonzalez. Julgado em 09 jul. 2019. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20167190\\_COMPLETO.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20167190_COMPLETO.pdf)>. Acesso em 1 nov. 2020.

terceiros, contratar ou demitir funcionários, para mencionar alguns exemplos. São decisões para as quais não existe uma resposta ótima. Nesses casos, busca-se respeitar a discricionariedade dos administradores e criar um ambiente que lhes permita assumir riscos e tomar decisões arriscadas, inovadoras e criativas sem medo de serem responsabilizados em caso de insucesso. Esse importante objetivo é alcançado pela *business judgment rule*.

Questões diretamente relacionadas à observância de obrigações fixadas em lei, regulamento ou estatuto não são decisões negociais. Isto porque não há, nesses casos, margem de discricionariedade para decidir quanto ao cumprimento de tais obrigações. O administrador não pode alegar que uma decisão informada, refletida e desinteressada o levou a concluir pela violação do comando que estava obrigado a cumprir. Conseqüentemente, nessas hipóteses a análise da CVM não pode se restringir aos aspectos procedimentais.<sup>93</sup>

Pelo exposto, resta comprovado que a CVM conheceu e passou a observar a regra de julgamento da decisão negocial, após o julgamento de repetidas demandas sobre o tema, analisando seus requisitos, item a item, até que possa concluir por sua inaplicabilidade, para que, então, possa partir para a responsabilização do administrador que falhou em agir no interesse da companhia, do estatuto, ou da lei.

---

<sup>93</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 2016/7190, Rel. Gustavo Machado Gonzalez. Julgado em 09 jul. 2019. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20167190\\_COMPLETO.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20167190_COMPLETO.pdf)>. Acesso em 1 nov. 2020.

## CONCLUSÃO

Por meio do presente trabalho, se buscou analisar quais são os principais deveres e responsabilidades dos administradores de sociedades anônimas constituídos na Lei das S.A. e na lei do mercado de capitais, demonstrando a necessidade de persecução dos interesses da companhia e de proteção aos acionistas e ao público em geral.

Concluiu-se que a *business judgment rule* é um *standard* de revisão desenvolvido pelos tribunais norte-americanos para a análise e resolução de casos nas quais se pleiteia a responsabilização do administrador por descumprimento do dever de diligência. Ela estabelece uma presunção relativa de que, ao tomar uma decisão de negócios, os administradores da companhia atuaram de maneira informada, de boa-fé, e no interesse da companhia.

Assim, cabe ao demandante comprovar que algum dos elementos do *standard* não está presente, isto é, que a ação não versa sobre uma decisão negocial; que o administrador é interessado ou não é independente; que o administrador não agiu de boa-fé; ou que o processo empregado para a tomada de decisão não foi diligente.

Ainda com relação ao dever de diligência, demonstra-se que se divide cinco aspectos: (i) o dever de se qualificar para o exercício da função, segundo o qual o administrador deve conhecer as atividades desempenhadas pela companhia e o contexto na qual opera; (ii) o dever de bem administrar, que prescreve que os administradores devem executar o objeto social e representar a companhia; (iii) o dever de se informar, que estabelece a obrigação de adquirir informações antes de tomar decisões relevantes e de se manter atualizado sobre os negócios sociais; (iv) o dever de investigar, que determina que os administradores avaliem criticamente as informações recebidas; e (v) o dever de vigiar, que impõe o dever de fiscalizar e monitorar as práticas da companhia e a atuação dos demais administradores e seus subordinados. Pela análise conduzida, conclui-se que todos esses aspectos do dever de diligência encontram correspondência com os aspectos do *duty of care*, previsto no ordenamento norte-americano.

Verificou-se que, na verdade, estes são os requisitos de aplicação do standard no ordenamento norte americano, e que para a aplicação da exclusão da responsabilidade aqui, exige-se somente que o administrador tenha agido de maneira refletida, informada e desinteressada na tomada de decisão que cause prejuízo à companhia.

Demonstrou-se que para ser abarcada pela *business judgment rule*, deve-se comprovar que algum dos seguintes elementos não está presente no caso concreto: (i) decisão de negócios; (ii) tomada por administradores desinteressados e independentes; (iii) de boa-fé e no interesse da companhia; (iv) de forma informada; (v) e sem abuso de discricionariedade.

Sendo assim, esclareceu-se neste ensaio que, em observância ao peso que carrega a tomada de decisão dos administradores, surgiu, na jurisprudência norte-americana, a *business judgment rule*, com vistas a resguardar a discricionariedade das aludidas decisões, revestindo-as, para tanto, da presunção de que foram tomadas conscientemente, de modo leal, diligente e de boa-fé, afastando a revisão do mérito pelos julgadores e restringindo a análise ao processo decisório.

Assim, verifica-se que com a aplicação da *business judgment rule*, busca-se construir um regime de responsabilidade dos administradores que seja eficaz em prevenir abusos do poder social e, ao mesmo tempo, outorgue ampla discricionariedade aos administradores na condução dos negócios da empresa.

Assim, se os elementos utilizados como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule* encarregam-se apenas por apontar a direção a ser seguida, deixando a critério do administrador traçar o meio adequado para atingir tal fim, conclui-se como sendo possível deixar a cargo dos próprios acionistas moldá-los de acordo com o que realmente esperam da gestão da sua propriedade.

Quanto à aplicação da *business judgment rule* no direito brasileiro, estudaram-se as decisões proferidas pelo Colegiado da CVM em processos administrativos sancionadores instaurados para apurar o cumprimento do dever de diligência, nos quais a autarquia afirmou aplicar a *business judgment rule* ou seus preceitos. Para ilustrar os resultados encontrados, foram apresentados

processos nos quais foi o *standard* foi aplicado e processos nos quais foi aplicado apenas parcialmente, ou ainda, não foram aplicados.

Conclui-se que em todos os casos a CVM respeitou uma das principais premissas do instituto, qual seja, de que o Judiciário ou o órgão regulador não deve adentrar no mérito das decisões tomadas pelos administradores, devendo restringir a análise ao processo decisório. Percebe-se, entretanto, que as decisões da CVM não são uníssonas quanto ao atendimento ao aspecto processual da *business judgment rule*. Por vezes, aplica o *standard* como uma presunção; por vezes, exige que o administrador comprove que preencheu os requisitos para ser protegido.

Como desdobramento desse trabalho, verifica-se que as decisões proferidas pelo Colegiado da CVM a respeito do dever de diligência para verificar se a *business judgment rule* é aplicada tem se dado cada vez mais assertivamente, e quase que pacificamente estabelecido que a *business judgment rule* deve ser parâmetro para o julgamento de casos de administradores, independentemente da menção expressa à recepção do instituto na legislação brasileira, seja para aplica-la ou afastá-la do caso concreto. Além disso, também se verificou que enquanto *standard* de revisão, a *business judgment rule* atua frente a responsabilidade civil dos administradores, atuando de forma objetiva a excluir a responsabilidade dos agentes que agiram em conformidade com a lei e com o estatuto da companhia e orientados pelos requisitos da tomada de decisão aqui apresentados.

## REFERÊNCIAS

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

ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de. *Abuso do direito e concorrência desleal*. São Paulo: Quartier Latin. 2004.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation law and economics*. Nova York: West Group, 2002.

BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de direito comercial*. vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2015.

BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *The Business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors*. 6. ed. Vol. I. Nova 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*, São Paulo, v. 12, n. 46, p. 129-161, out./dez. 2009.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de companhias e a business judgment rule*. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2017.

\_\_\_\_\_. *A business judgment rule no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A.* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 74, p. 95-116, out-dez 2016.

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940. Institui o Código Penal. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2848compilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm)>. Acesso em 23 out. 2020.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 14 out. 2020.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm)>. Acesso em 14 out. 2020.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio in LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). *Direito das companhias*. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. Vol. 3. 5a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011.



\_\_\_\_\_. 6a. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

CINTRA, Antonio Carlos Fontes. *Reponsabilidade dos administradores perante a má fortuna do negócio e a business judgment rule*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. ano 15. vol. 58. out.-dez. 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*, 4.ed. São Paulo: Saraiva, v.2, 2001.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002.

Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas e dá outras providências.

Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em 14 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1173, Dir. Relatora Norma Johssen Parente, julgado em 2 de outubro de 2003.

Disponível

em:<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002\\_PAS\\_RJ20021173.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002_PAS_RJ20021173.pdf)>. Acesso em: 14 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 18/2008.

Rel. Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em 14 dez. 2010. Disponível em

<[www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_18\\_08.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_18_08.pdf)>. Acesso em 14 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 25/2003. Rel. Eli Loria. Julgado em 25 mar. 2008. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325\\_PAS\\_2503.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf)>. Acesso em 14 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2007/4476. Rel. Eli Loria. Julgado em 12 mar. 2008. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080312\\_PAS\\_RJ20074476.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080312_PAS_RJ20074476.pdf)>. Acesso em 14 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 03/2012. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 1 nov. 2016. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/032012\\_Banco\\_do\\_Brasil.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/032012_Banco_do_Brasil.pdf)>. Acesso em 14 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1153. Dir.Relatora Norma Johssen Parente. Julgado em 6 de novembro de 2002. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf)>. Acesso em: 14 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/1421. Rel. Henrique Machado. Julgado em 25 jun. 2019. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190625\\_PAS\\_CVM\\_RJ2015\\_1421\\_manifestacao\\_voto\\_presidente\\_marcelo\\_barbosa.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190625_PAS_CVM_RJ2015_1421_manifestacao_voto_presidente_marcelo_barbosa.pdf)>. Acesso em 23 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 2015/10677, Rel. Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 07 fev. 2017. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201510677\\_PETROBRAS\\_2.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201510677_PETROBRAS_2.pdf)>. Acesso em 23 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 15 mai. 2007. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515\\_PAS\\_2104.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515_PAS_2104.pdf)>. Acesso em 23 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/5099. Rel. Gustavo Borba. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160421\\_PAS\\_RJ20145099.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160421_PAS_RJ20145099.pdf)>. Acesso em 30 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 21 mar. 2006. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510\\_PAS\\_RJ20051443.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf)>. Acesso em 30 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 2016/7190, Rel. Gustavo Machado Gonzalez. Julgado em 09 jul. 2019. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20167190\\_COMPLETO.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20167190_COMPLETO.pdf)>. Acesso em 1 nov. 2020

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

COUTO SILVA, Alexandre. *Responsabilidade dos administradores de S.A: business judgment rule*. 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

EINSENBURG, Melvin A. The Divergence of Standard of Conduct and Standards of Review in Corporate Law. *Forham Law Review*. v. 62. n. 3. 1993.

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

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

\_\_\_\_\_. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. V.42, abr/jun. 1981.

LAGASSI, Veronica. *Prática jurídica de direito empresarial passo a passo*. Curitiba: CRV, 2020.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. Vol 2. Rio de Janeiro: Forense, 1978

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

PARGENDLER, Mariana. *Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro*. *Revista dos Tribunais*. vol. 953, 2015.

SMITH, D. Gordon, *The Modern Business Judgment Rule* (June 19, 2015). Research Handbook on Mergers and Acquisitions, Forthcoming; BYU Law Research Paper Series. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2620536>>. Acesso em 1 nov. 2020.

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

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Volume 2. São Paulo. Bushatsky. 1979.

YAZBECK, Otavio. Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.