

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

**A EVOLUÇÃO DO SEGURO D&O COMO FERRAMENTA DE PROTEÇÃO AOS
ADMINISTRADORES DE EMPRESAS NO ÂMBITO DOS PRINCIPAIS EVENTOS
REGULATÓRIOS E ECONÔMICOS NORTE-AMERICANOS**

SOFIA THEODORO RIBAS

Rio de Janeiro
2021/ 2º SEMESTRE
SOFIA THEODORO RIBAS

**A EVOLUÇÃO DO SEGURO D&O COMO FERRAMENTA DE PROTEÇÃO AOS
ADMINISTRADORES DE EMPRESAS NO ÂMBITO DOS PRINCIPAIS EVENTOS
REGULATÓRIOS E ECONÔMICOS NORTE-AMERICANOS**

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 Carolina Azevedo Pizoeiro Gerolimich.**

Rio de Janeiro

2021/ 2º SEMESTRE

CIP - Catalogação na Publicação

R482e Ribas, Sofia Theodoro
A evolução do seguro D&O como ferramenta de
proteção aos administradores de empresas no âmbito
dos principais eventos regulatórios e econômicos
norte-americanos / Sofia Theodoro Ribas. -- Rio de
Janeiro, 2021.
78 f.

Orientadora: Carolina Azevedo Pizoeiro
Gerolimich.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2021.

1. Seguro D&O. 2. Ciclos de contratação. 3.
Estados Unidos. 4. Marcos econômicos e legislativos.
5. História. I. Gerolimich, Carolina Azevedo
Pizoeiro, orient. II. Título.

SOFIA THEODORO RIBAS

**A EVOLUÇÃO DO SEGURO D&O COMO FERRAMENTA DE PROTEÇÃO AOS
ADMINISTRADORES DE EMPRESAS NO ÂMBITO DOS PRINCIPAIS EVENTOS
REGULATÓRIOS E ECONÔMICOS NORTE-AMERICANOS**

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 Carolina Azevedo Pizoeiro Gerolimich**

Data da Aprovação: 18 / 02 / 2022.

Banca Examinadora:

Orientadora Carolina Azevedo Pizoeiro Gerolimich

Membro da Banca Alberto Lopes da Rosa

Rio de Janeiro

2021.2

À d. Adaléa Ribas Barbosa (*in memoriam*)

*Sete, em cores de Maio
Hoje, acordei de um sonho
Cantando, cantando
Como n'outros dias
Mas a música nova desta manhã
Trazia em som, tempo
E silêncio
Um espelho ainda não visto
A luz, ali corria pastora
Serpenteando senos
Conduzindo o vento
Que nas flautas flamboyant cantava:
Alegria, Alegria!
Estes galhos, vestes secas e sem flores
Como vedes, não são tristes
O Jardim ainda existe!
Aqui nasceu Sofia*

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, a força superior que me guiou e me ajudou durante toda a minha vida. Apesar de não ser uma pessoa religiosa, sinto Sua vontade se expressar todos os dias através de pequenos gestos, palavras e pelas pessoas que amo.

À minha família, especialmente meus pais, Maria Elvira e João Marcelo, que me ensinaram, desde cedo e dentre outras milhões de coisas, o poder transformador da educação pública, universal e de qualidade em minha formação como ser humano, e às minhas irmãs, Ruth e Sara, que me guiaram com companheirismo, amor e cumplicidade. Foi a força familiar que me deu o sustento, o acalento, e o que mais foi necessário para me trazer até aqui.

Ao Davi, meu amor e melhor amigo, que não faz ideia do papel de pilar que exerce em minha vida. Me lembrando todos os dias do que eu posso e do que sou capaz, até quando duvido de mim mesma, sem ele eu não sei o que seria. Obrigada por ser a minha base e ter em você um lar a que eu sempre possa recorrer nos momentos difíceis, e um companheiro para comemorar minhas vitórias como se suas fossem.

Às minhas amigas, Geovana, Paula, Maria Victória, Danielle, Roberta, Maria Eduarda e Anna Beatriz, que há 6 anos atrás iniciaram essa jornada comigo, e que agora se encerra com o mesmo amor e confiança de sempre. Apesar do distanciamento causado pela pandemia, sei que suas amizades seguirão comigo para o resto da vida.

Ao F. Torres Advogados, em especial ao Fábio e à Danielle, que exercem com maestria os papéis de coordenadores e professores, e que me apresentaram o mundo do direito securitário, me estimulando todos os dias a aprender mais. Ainda, aos amigos que o F. Torres me proporcionou, Tábata e Pedro, que chegaram de forma tão inesperada em minha vida e cuja amizade extrapola o ambiente profissional do dia a dia. Sem a ajuda de vocês, a conclusão deste trabalho não teria sido possível.

À minha orientadora, Carolina Pizoeiro, por quem cuja admiração que possuo deve restar registrada, que exerceu papel fundamental para que eu pudesse encerrar minha jornada acadêmica na graduação, e que cuja presença na Faculdade Nacional de Direito não se limita

somente ao magistério, função que exerce com excelência, mas à criação de um ambiente acolhedor e inclusivo para tantos alunos.

Por fim, porém não menos importante, dedico inteiramente este trabalho à minha avó, Adaléa Ribas Barbosa, que sempre disse em alto e bom tom querer se fazer presente na Terra para me ver ingressando no ensino superior. Apesar de não estar mais fisicamente comigo, sinto a presença do seu amor cotidianamente, seja olhando para o céu azul, seja observando um flamboyant colorido. Obrigada, vó, por ter sido a minha segunda, terceira, e infinitas mães e por ter me ajudado a me moldar como pessoa. Sinto sua falta todos os dias.

RESUMO

RIBAS, Sofia Theodoro. *A evolução do seguro D&O como ferramenta de proteção aos administradores de empresas no âmbito dos principais eventos regulatórios e econômicos norte-americanos*. Monografia para obtenção de título de Bacharel em Direito. - Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2021.

A presente monografia tem como principal objetivo apresentar uma análise da correlação entre os ciclos de contratação do seguro D&O com os marcos regulatórios e político-econômicos ocorridos nos Estados Unidos, atualmente o maior mercado desta categoria de seguros. Para isso, inicialmente serão examinados os aspectos gerais desta modalidade securitária, para a compreensão do seu funcionamento no mercado. Na sequência, serão analisados alguns dos principais marcos econômico-legislativos norte-americanos, a partir do momento de criação do seguro D&O, destacando-se aqueles que, de alguma forma, afetaram diretamente o mercado securitário no país. Em seguida, far-se-á uma análise da evolução histórica do D&O, desde o seu surgimento, passando pelos períodos de maiores índices de contratação, até a sua atual fase no mercado global, incluindo a atual fase pós-pandêmica. Serão observados os pontos de congruência entre os ciclos de contratação do seguro D&O, com os eventos econômicos e legislativos dos Estados Unidos, com apontamentos sobre a relação entre o comportamento do seguro D&O e a sua popularização com as novas práticas de mercado globais.

Palavras-chave: Seguro D&O; Marcos Econômicos; Legislações; Estados Unidos; Popularização; História.

ABSTRACT

RIBAS, Sofia Theodoro. *The evolution of D&O insurance as a protection tool for company managers in the context of the main North American regulatory and economic events*. Monograph for obtaining a Bachelor of Law degree. - Federal University of Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2021.

The current work has the main purpose of presenting an analysis of the correlation between the D&O insurance contracting cycles with the regulatory and political-economic frameworks that took place in the United States, currently the largest market in this insurance category. For this, initially, the general aspects of this type of insurance will be examined, in order to understand its functioning in the market. Next, some of the main US economic and legislative frameworks will be analyzed, from the moment of the creation of the D&O insurance, highlighting those that, in some way, directly affected the insurance market in the country. Then, an analysis will be made of the historical evolution of D&O, from its inception, through the periods of highest hiring rates, to its current phase in the global market, including the current post-pandemic phase. The points of congruence between the D&O insurance contracting cycles, with the economic and legislative events in the United States will be observed, with notes on the relationship between the behavior of D&O insurance and its popularization with new global market practices

Keywords: D&O insurance; Economic Landmarks; Legislations; United States; Popularization; History.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

D&O – Directors and Officers

EUA – Estados Unidos da América

SEC – Securities Exchange Commission

IPO – Initial Public Offer

SOX – Sarbanes-Oxley Act

PSLRA – Private Securities Litigation Reform Act

TARF – Troubled Asset Relief Program

NBER – National Bureau of Economics Resarch

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
CAPÍTULO 1 - O SEGURO D&O COMO FERRAMENTA DE PROTEÇÃO AOS ADMINISTRADORES DE EMPRESAS.....	14
1.1. Elementos do contrato e deveres das partes.....	16
CAPÍTULO 2 - PRINCIPAIS MARCOS REGULATÓRIOS E ECONÔMICOS NORTE-AMERICANOS.....	26
2.1. A Grande Depressão e o desenvolvimento da governança corporativa.....	27
2.2. O fim da década de 1960, a Merger Mania e os anos 1970.....	33
2.3. A crise de responsabilidade civil dos anos 1980.	39
2.4. Os anos 1990, o "boom" do Tech IPO e os escândalos corporativos.	41
2.5. Da crise mundial do <i>Subprime</i> ao cenário pós-pandêmico.	46
CAPÍTULO 3 - HISTÓRICO DO SEGURO D&O: DA CRIAÇÃO À POPULARIDADE	51
CAPÍTULO 4 - ANÁLISE DOS CICLOS DE CONTRATAÇÃO DO D&O.....	59
CONCLUSÃO.....	64
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	66

INTRODUÇÃO

O seguro de responsabilidade civil, ou D&O – *Directors and Officers Liability Insurance* -, como é chamado internacionalmente, tem conquistado ao longo das décadas cada vez mais espaço no mercado financeiro, por proporcionar aos dirigentes de empresas certo nível de segurança no exercício de sua função – elemento essencial numa economia em que se exige de forma exponencial dos administradores e gestores de negócios maior celeridade e desenvoltura no processo de tomada de decisões.

Dito isso, o seguro D&O é, em síntese, uma modalidade através da qual o dirigente da empresa exime-se do prejuízo em sua esfera econômica em casos de responsabilização por atos de gestão praticados por si e que acarretem eventuais danos a acionistas, empregados, concorrentes, entidades governamentais e terceiros, que podem implicar ações judiciais. Nas palavras de COELHO (2003, p. 258-260)¹:

“O administrador não ocupa posição econômica que lhe possibilite socializar perdas. Nos elementos componentes de sua remuneração, não se encontra parcela destinada à constituição de reservas e fundos próprios, para eventual indenização em favor da sociedade ou de terceiros prejudicados, que ele possa repassar a quem quer que seja.”

Exatamente por sua definição e pela forma que atua, o D&O possui um comportamento peculiar, que o diferencia das demais modalidades de seguro presentes no mercado. É justamente em períodos de crise econômica que ganha mais importância, conforme observam TZIRULNIK e OCTAVIANI (para o Instituto Brasileiro de Direito de Seguro, p. 2)²:

“Neste contexto, a atividade securitária tem sua importância multiplicada: as garantias contra eventos desestabilizadores passaram a ser uma garantia das coletividades contra as consequências ainda desconhecidas, mas já temidas, do próprio processo de globalização, do qual muitas vezes atônitos ouvimos falar, sem ideia das formas de defesa de que dispomos”

¹ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, volume 2. 8. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2003

² TZIRULNIK, Ernesto e OCTAVIANI, Alessandro. Seguro e Fraude – As provas. Instituto Brasileiro de Direito de Seguros, p. 2. Disponível em <<https://www.ibds.com.br/artigos/SeguroEFraude-AsProvas.pdf>>. Acesso em 30.09.2021.

Nas palavras de LACROIX (2016), *“the idea that a corporation’s directors would be personally responsible for dollars spent defending them, even when they prevailed in court, was a wakeup call for many boardrooms”*³.

A partir desse panorama, é possível analisar que muitas das principais mudanças que aconteceram com o D&O ao longo de sua evolução foram desencadeadas por marcos financeiros e regulatórios, que impactaram não somente a sua procura no mercado, mas também a forma com que é oferecido.

Desse modo, o presente estudo possui como objetivo uma análise descritiva sobre o desenvolvimento histórico do seguro de responsabilidade civil de administradores, bem como a sua relação intrínseca com os eventos econômicos e legislativos estadunidenses ocorridos desde a sua criação.

O primeiro capítulo versará sobre a importância da contratação de seguro de responsabilidade civil de administradores para, em seguida, expor os elementos inerentes aos contratos de seguro de um modo geral e de que forma eles se diferenciam com a modalidade D&O.

O segundo capítulo tratará das crises econômico-financeira, com enfoque nos marcos legislativos norte-americanos que as sucederam e que, de alguma forma, contribuíram com o crescimento da judicialização das relações e exerceram sua influência sobre o mercado de seguros e a procura pelo D&O.

O terceiro capítulo versa sobre a história do D&O, seus períodos de *“boom”* e retração, sua forma de criação e, de acordo com um panorama geral, a sua linha do tempo e evolução no mercado securitário dos Estados Unidos.

Por fim, no quarto capítulo, far-se-á uma análise da correlação dos ciclos históricos do seguro D&O com os eventos econômico-legislativos estudados, visando compreender de que

³ Tradução livre: *“a ideia de que os diretores de uma corporação seriam pessoalmente responsáveis pelos dólares gastos em sua defesa, mesmo quando prevaleceram no tribunal, foi um alerta para muitas salas de diretoria”* LACROIX, Kevin. A Guide to the Evolution of Directors and Officers Insurance from 1933 to the Present. The D&O Diary, 2016. Disponível em: <<https://www.dandodiary.com/2016/02/articles/d-o-insurance/guest-post-do-what-to-know-a-guide-to-the-evolution-of-directors-and-officers-insurance-from-1933-to-the-present/>>. Acesso em 01/10/2021.

forma o processo de popularização e períodos de crise da modalidade de seguro D&O se correlacionam com os eventos estudados.

CAPÍTULO 1 - O SEGURO D&O COMO FERRAMENTA DE PROTEÇÃO AOS ADMINISTRADORES DE EMPRESAS

O D&O – *Directors and Officers Liability Insurance* -, um tipo de seguro de responsabilidade civil, foi criado no início do Século XX, no contexto da Grande Depressão de 1929, como uma ferramenta, conforme narra GOMES (2002, p. 17) de mitigação do risco pessoal do patrimônio do administrador, eliminando os desincentivos existentes à atração de gestores qualificados para o desempenho do cargo⁴.

Nesse sentido, EIZIRIK (1984, p. 49) explicita que “*a responsabilidade interna dos administradores perante a companhia [...] constitui critério de balanceamento dos poderes atribuídos pela lei e pelos estatutos, assegurando que o seu exercício seja corretamente direcionado para a consecução do interesse da companhia*”⁵.

Decorrente desta responsabilização interna, o administrador expõe a si e ao seu patrimônio a uma série de riscos nas esferas penal, civil, tributária, administrativa, ambiental e tantas outras – tornando, portanto, a contratação de um tipo de seguro que mitigue tais riscos quase como indispensável para a garantia de uma plena gestão visando os interesses da empresa.

Assim, a contratação do D&O pelas empresas se dá visando a cobertura para eventuais indenizações e/ou custos de defesa em processos que envolvam os seus administradores. As Condições Gerais da apólice de D&O dispostas pela seguradora Berkley International Seguros Brasil, definem em sua Cláusula 2^a, o objetivo do seguro:

“2.2. A cobertura securitária desta Apólice garante aos Segurados, quando responsabilizados por danos causados a Terceiros, em consequência de atos ilícitos culposos praticados no exercício das funções para as quais tenham sido nomeados, eleitos e/ou contratados, o reembolso das indenizações que forem obrigados a pagar, a título de reparação, por sentença judicial transitada em julgado, ou em decorrência

⁴ Maria Elisabete Gomes, *Responsabilidade Civil dos Administradores e Diretores de Sociedades Anônimas Perante os Credores Sociais*, Coimbra Ed., Coimbra, 2002, p. 17.

⁵ EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade Civil e Administrativa do Diretor de Companhia Aberta*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, nº 56, out./dez. 1984, p. 49

de juízo arbitral, ou por acordo com os Terceiros prejudicados, com a anuência da Seguradora, de acordo com as disposições e condições estabelecidas nesta Apólice.”⁶

Tem-se, portanto, que o seguro D&O tem por finalidade oferecer proteção ao ato de gestão praticado pelo administrador – nas palavras de GOLDBERG (2019), no caso de ser deflagrada demanda de responsabilidade causalmente relacionada a este ato de gestão, o pressuposto fundamental à cobertura securitária estará preenchido⁷.

Especificamente nos Estados Unidos, as apólices⁸ de seguro D&O são as principais responsáveis por financiar os custos de litígios dos acionistas/administradores/sócios das empresas no sistema jurídico norte-americano, pagando em nome da corporação e de seus diretores e executivos quando estes são processados⁹.

A importância atrelada ao objeto desta modalidade de seguro é tamanha que o próprio manual emitido pela Bolsa de Valores de Nova York para a abertura de capital de empresas recomenda a sua contratação:

“It is clear that companies and their boards of directors may well face lawsuits at some point. While most boards take their responsibilities seriously and try to execute them properly, that intent does not confer immunity. Shareholders and other stakeholders—often prompted by an aggressive plaintiffs’ bar—can be expected to sue when they see themselves as having been wronged. Thus, in addition to doing everything possible to execute their responsibilities properly and effectively, those charged with corporate governance should also protect themselves with D&O insurance.”¹⁰

⁶ Berkley International Seguros Brasil. Seguro de Responsabilidade Civil Profissional – D&O, Condições Gerais, dez. 2019. Disponível em: <<https://www.berkley.com.br/institucional/files/documents/bb7040c44f5db566ac8e6be24cd96719.pdf>>. Acesso em: 25/01/2022.

⁷ GOLDBERG, Ilan. Para que serve o contrato de seguro de responsabilidade para administradores? Consultor Jurídico, 2019. Disponível em < https://www.conjur.com.br/2019-mai-20/direito-civil-atual-serve-contrato-seguro#_ftn1>. Acesso em 25/01/2022.

⁸ A apólice é definida pela ESCOLA NACIONAL DE SEGUROS como o instrumento do contrato de seguro pelo qual o segurado repassa à seguradora a responsabilidade sobre o ressarcimento financeiro decorrido de eventos que possam advir dos riscos estabelecidos na mesma. A apólice contém as cláusulas e condições gerais, especiais e particulares dos contratos e as coberturas especiais e os anexos. Saiba mais em: Escola Nacional de Seguros. Dicionário de Seguros [s/d]. Disponível em: <<https://www.ens.edu.br/dicionario-de-seguros>>. Acesso em 25/01/2022.

⁹ BAKER, Tom; e GRIFFITH, Sean J. Predicting Corporate Governance Risk: Evidence from the Directors' & Officers' Liability Insurance Market, 2007. University of Chicago Law Review: Vol. 74: Iss. 2, Article 3. Disponível em: <<https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol74/iss2/3>>. Acesso em: 25/01/2022.

¹⁰ Tradução livre: “É claro que as empresas e seus conselhos de administração podem enfrentar processos judiciais em algum momento. Embora a maioria dos conselhos leve suas responsabilidades a sério e tente executá-las adequadamente, essa intenção não confere imunidade. Acionistas e outras partes interessadas – muitas vezes instigados por uma barra agressiva dos queixosos – podem processar quando se consideram injustiçados. Assim, além de fazer todo o possível para executar suas responsabilidades de forma adequada e

Alguns estudos comprovam, inclusive, que a contratação do seguro D&O pode melhorar a governança corporativa¹¹ de uma empresa e reduzir a seleção adversa de executivos. Segundo RENSI e CARVALHO (apud MAYERS e SMITH, 1982), executivos mais experientes podem se tornar receosos de assumir um cargo de direção de empresa que pode trazer riscos fora de sua alçada – assim, segundo os autores, “empresas que não fornecem coberturas de seguro D&O aos seus executivos, contratam profissionais que estão dispostos a se exporem a maiores riscos, sendo geralmente menos qualificados em relação aos que não aceitam o cargo.”¹².

1.1.Elementos do contrato e deveres das partes

Inicialmente, cumpre destacar que COMPARATO (1972, p. 147), ao elaborar o substitutivo ao capítulo referente aos contratos de seguro em geral, no Código Civil, entendeu pela existência de quatro elementos inerentes a este tipo contratual, quais sejam: (i) o interesse legítimo das partes; (ii) o risco; (iii) o prêmio; e (iv) a garantia¹³, todos estes concretizados no artigo 757 do Código Civil de 2001, que dispõe “Art. 757. Pelo contrato de seguro, o segurador se obriga, mediante o pagamento do prêmio, a garantir interesse legítimo do segurado, relativo a pessoa ou a coisa, contra riscos predeterminados.”.

Apesar de entendimentos doutrinários diversos, que abrangem outros elementos como a empresarialidade¹⁴, o presente estudo abordará tão somente os elementos entendidos pela doutrina tradicional, uma vez que o objetivo principal do capítulo é entender como se dá a

eficaz, os responsáveis pela governança corporativa também devem se proteger com um seguro D&O” DEMPSEY, Timothy. *NYSE IPO guide*, 2013. Disponível em <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide.pdf>. Acesso em 25/01/2022.

¹¹ Para UCHÔA e SILVA (apud SIFFERT, 1998), a governança corporativa “é um conjunto de medidas de controle e monitoramento implementado pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, a fim de que a alocação de recursos por parte dos administradores esteja de acordo com os interesses dos proprietários.” UCHÔA, Daniel Bonfim e SILVA, Priscila Aguiar da. O seguro Directors & Officers (D&O) como ferramenta da governança corporativa. *Revista de Ciência, Tecnologia e Inovação*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 3, p. 16-24, dezembro de 2017.

¹² RENSI, Rafael Tonet e CARVALHO, João Vinícius de França. O impacto da Operação Lava Jato no mercado de seguros de Responsabilidade Civil de Administradores e Diretores no Brasil. In: USP International Conference in Accounting, XIX, 2019, São Paulo. Anais, São Paulo: Universidade de São Paulo, 2019, p. 9.

¹³ COMPARATO, Fábio Konder. Notas explicativas ao substitutivo ao capítulo referente ao contrato de seguro no anteprojeto de Código Civil. *Revista de Direito Mercantil*, vol. 5, p.147. São Paulo: Ed. RT, 1972.

¹⁴ Saiba mais em: RENTERIA, Pablo Waldemar. *O seguro de responsabilidade civil de administradores à luz da nova regulamentação da SUSEP*, 2017. Disponível em <<https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/33111/33111.PDF>>. Acesso em 25/01/2022.

contratação do seguro D&O de forma geral, passando primeiro pelos elementos inerentes a todos os tipos de contrato de seguro.

Em relação ao primeiro elemento, o interesse legítimo das partes, MARINA (2018, p. 23) define a sua importância como basilar, uma vez que, em suas palavras, “*sem o interesse legítimo, não haveria a necessidade de proteção jurídica e muito menos de um seguro*”¹⁵. Ainda segundo o autor, o interesse nasce a partir da intenção de preservar a relação entre o sujeito e o bem passível de ser afetado por um evento futuro e de data incerta, que independe de sua vontade – também chamado de risco, como melhor se detalhará em seguida (apud OLIVEIRA, 2011, p. 20).

No que tange aos contratos de seguro de responsabilidade civil, mas sem adentrar no nicho específico do D&O, RODRIGUES (2011, p. 58) afirma que “*o interesse configura-se [sic] como a relação existente entre o sujeito e o seu patrimônio, entendido como o conjunto do patrimônio activo e do patrimônio passivo da pessoa, contra o risco de surgimento de uma obrigação de indemnizar terceiros.*”¹⁶.

Como se vê, o interesse no contrato de seguro está intrinsecamente ligado ao risco, que, por sua vez, na definição de REGO (2008, p.68) se constitui na possibilidade de um evento incerto¹⁷ - esta é, inclusive, a acepção do termo que a autora entende como a mais comumente utilizada na doutrina. A importância do risco é bem explicitada por CUNHA (2017, p. 29):

“Conforme exposto inicialmente, a previsibilidade do risco é fundamental para que o segurador possa agrupar os segurados sujeitos a riscos comuns e homogêneos, bem como para que possa precificar adequadamente a contribuição a ser paga por cada segurado, mantendo uma proporcionalidade entre prêmio puro e montante correspondente às indenizações a serem suportadas pelo segurador. Por esta razão, o agravamento do risco altera substancialmente as bases sobre as quais foram estabelecidas as condições do contrato de seguro, podendo comprometer o equilíbrio entre despesas e prêmios, rigorosamente estabelecido pelo segurador.”¹⁸

¹⁵ MARINA, Lucas Pinatti. *O seguro de responsabilidade civil dos administradores (Seguro D&O) nos atos de gestão ultra vires*. Monografia para graduação em Direito – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, p. 23, 2018.

¹⁶ RODRIGUES, Pedro Miguel S. M. *O interesse no Contrato de Seguro*, 2011. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Lisboa, p. 58. 2011.

¹⁷ REGO, Margarida Ramalho de Lima. *Contrato de Seguro e Terceiros. Estudo de Direito Civil*. Dissertação para doutorado em direito privado na Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa. Lisboa, p. 68, 2008.

¹⁸ CUNHA, Carolina Estarque da. *O seguro de responsabilidade civil de administradores à luz da nova regulamentação da SUSEP*. 121 p. Monografia para graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2017, p. 29.

É através do cálculo do risco, portanto, que as seguradoras calculam o montante a ser pago a título de prêmio¹⁹, e, ainda, a probabilidade de ter o risco materializado, ensejando no pagamento de uma indenização. Conforme explica a Escola Nacional de Seguros (c2020), o processo de precificação do risco é chamado de tarifação e “*visa determinar o custo ou prêmio a cobrar pelo seguro*”²⁰, tendo sempre em vista que, no caso de materialização do risco, a seguradora deverá suportar economicamente o pagamento de uma indenização.

A concretização do risco, de outro lado, é definida por SILVA (2016, p. 18), no seguro D&O, pelo exercício de atos ilícitos relacionados com a prática de funções de gerência e/ou administração²¹ - a este evento, dá-se o nome de sinistro²². A ocorrência de um sinistro enseja no acionamento da garantia ofertada pela seguradora, podendo gerar o futuro pagamento de indenização, uma de suas principais responsabilidades num contrato de seguro D&O.

Como se vê, a indenização, portanto, não pode ser confundida com a garantia. Apesar de ambas constituírem obrigações a serem cumpridas pela seguradora, nas palavras de FRANCO (p. 313), enquanto a indenização pode ser entendida como uma obrigação secundária, eventual e condicional, que pode ocorrer ou não, a garantia é “*uma obrigação constante. (...) A prestação da seguradora é uma prestação de garantia expressa no ônus de formar reservas, antes da ocorrência do sinistro.*”²³.

Isto é, antes mesmo de avaliar a concessão da indenização no caso de ocorrência de um sinistro, a seguradora se faz obrigada a manter condições econômico-financeiras capazes de suportar a eventual necessidade de uma indenização.

¹⁹ Segundo a Escola Nacional de Seguros, “*Prêmio é a prestação paga pelo segurado para a contratação do seguro. É o mesmo que custo ou preço do seguro*”. Saiba mais em: ESCOLA NACIONAL DE SEGUROS. Portal Tudosobreseguros. Saiba tudo sobre cálculo de prêmio em seguros. Disponível em <<https://www.tudosobreseguros.org.br/saiba-tudo-sobre-calculo-de-premios-em-seguros/>>. Acesso em: 25/01/2022.

²⁰ Ibidem.

²¹ SILVA, Natália Nascimento da. Seguro de Responsabilidade Civil dos Administradores. Origem, expansão e recepção no regime jurídico nacional. Monografia (graduação em direito). Universidade Católica Portuguesa. Porto: Escola do Porto, 2016, p. 18.

²² A Escola Nacional de Seguros, em seu portal Tudo Sobre Seguros, define sinistro como “*termo utilizado para definir em qualquer ramo ou carteira de seguro, o acontecimento do evento previsto e coberto no contrato*”. Saiba mais em: Escola Nacional de Seguros. Dicionário de Seguros [s/d]. Disponível em: <<https://www.ens.edu.br/dicionario-de-seguros/>>. Acesso em 25/01/2022

²³ FRANCO, Vera Helena de Mello. Contratos: direito civil e empresarial. 3 ed., ver., atual. e amp. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 313.

De acordo com CARA (2013, p. 44), e ainda em relação à garantia, no seguro D&O ela é limitada a um valor máximo. Isso significa dizer que os prejuízos causados ao patrimônio do segurado somente são cobertos pela garantia até o valor máximo estipulado pela apólice²⁴. Eis a explicação da autora para o fenômeno:

“Embora o objetivo da grande maioria dos seguros (exceção feita a alguns tipos de seguros de pessoas, como o seguro de vida e seguro contra acidentes pessoais) seja ressarcir os segurados de eventuais danos dentro dos limites da apólice, o propósito do seguro de responsabilidade difere dos demais na medida em que se destina a garantir a totalidade do patrimônio do segurado até um valor máximo. Estes seguros garantem o pagamento ao segurado de um montante incerto, o qual se limita a uma quantia máxima estipulada à época da contratação do seguro.”²⁵

Assim, a autora refere-se ao D&O como “*seguro de responsabilidade sobre objeto indeterminado*” (apud PICARD e BENSON, 1982), uma vez que não é possível antecipar quais os sujeitos lesados ou a extensão dos danos causados ao patrimônio dos segurados.

De outra mão, o dever de indenizar somente será atribuído à seguradora se cumpridas uma série de condicionantes, geralmente previstas na própria apólice do seguro firmado. Dentre elas, estão a necessidade de previsão de uma cobertura para o sinistro ocorrido e a ausência de exclusão do risco, em adição ao cumprimento dos deveres impostos aos segurados no âmbito da apólice e ao marco temporal da deflagração do sinistro. Isso ocorre, por óbvio, para delimitar o número de riscos que uma seguradora pode assumir quando da contratação do seguro.

Primeiramente em relação às coberturas, CARA (2013, p. 56) afirma que, no seguro de responsabilidade civil de administradores, o objeto de sua concessão seria “*o pagamento*

²⁴ Esta é a definição de Limite Máximo de Garantia (LMG). A Cláusula 1ª – Definições, subitem 1.8, disponibilizada pelas Condições Gerais da Porto Seguros, define LMG como “*limite máximo de responsabilidade da Seguradora, de estipulação opcional, aplicado quando uma Reclamação, ou série de Reclamações decorrentes ou não do mesmo Fato Gerador, é garantida por mais de uma das coberturas contratadas. O Limite Máximo de Garantia da Apólice é fixado com valor menor ou igual à soma dos limites máximos de indenizações estabelecidos individualmente para cada cobertura contratada. O Limite Máximo de Garantia da Apólice é o valor total que pode ser devido pela Seguradora por força de esta Apólice. Na hipótese de a soma das indenizações, decorrentes ou não do mesmo Fato Gerador, atingir o Limite Máximo de Garantia da Apólice, a Apólice será encerrada.*”. Porto Seguro. Seguro de Responsabilidade Civil para Administradores – D&O (Directors & Officers), Condições Gerais. Disponível em <https://www.portoseguro.com.br/NovoInstitucional/static_files/CGs/responsabilidade_civil/D&O/CG%20D&O%20Completa%20-%20Gestao%20Protegida%20+%20Cobertura%20Adicional%20Riscos%20Ambientais%20-%20Final%20Diagramada.pdf>. Acesso em 25/01/2022.

²⁵ CARA, Marília de. A aplicabilidade do Seguro de Responsabilidade Civil de Administradores e Diretores no Âmbito da Administração das Companhias, 2013. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, p. 44. 2013.

*das quantias relativas a (i) custos de defesa dos segurados, em processos administrativos e/ou judiciais, decorrentes de ato regular de gestão; e (ii) indenização de prejuízos sofridos por terceiros, pelos quais os segurados venham a ser responsabilizados*²⁶.

Apesar de cada cobertura prevista no D&O possuir um objeto definido, conforme descrito acima, UCHÔA e SILVA (apud BAKER e GRIFFITH, 2007) explicitam de forma geral como o seguro D&O funciona nos Estados Unidos:

“Uma política típica de D&O vendida a uma empresa de capital aberto apresenta três tipos diferentes de cobertura. Primeiro, há cobertura para proteger os administradores individuais do risco de litígio do acionista. Esse tipo de cobertura é normalmente referido por profissionais da indústria como cobertura ‘lado A’, e acreditamos que é o que a maioria dos não especialistas pensam sobre seguro D&O. No entanto, as políticas de D&O também contêm dois outros, menos conhecidos, tipos de cobertura. O segundo tipo, referido dentro da indústria como cobertura ‘lado B’, reembolsa a corporação de seus pagamentos de indenização a administradores e diretores. E o terceiro, cobertura ‘lado C’, protege a corporação do risco de litígio do acionista ao qual a própria pessoa jurídica é parte. (tradução nossa).”²⁷

Tem-se, portanto, a Cobertura A, a principal na modalidade de seguros D&O, e que diz respeito à *“responsabilidade gerencial do administrador”*²⁸. A Landes Blosch, corretora de seguros situada nos Estados Unidos, também define a cobertura Side A simplificada como *“Provides financial protection when the company cannot or will not indemnify the individual directors and officers, such as per a court order.”*²⁹.

Importante notar que, conforme afirma CUNHA (2017, p. 39), a responsabilidade pessoal do administrador, seja na esfera cível, penal ou administrativa, somente poderá ser aplicada se demonstrado um elemento subjetivo³⁰, qual seja, a culpa, segundo um princípio geral consolidado no artigo 1.016 do Código Civil Brasileiro, que denota *“Os administradores respondem solidariamente perante a sociedade e os terceiros prejudicados, por culpa no desempenho de suas funções.”*³¹.

²⁶ MARA, Op. Cit. p. 56.

²⁷ UCHÔA e SILVA. Op. Cit. p. 19 e 20.

²⁸ LACERDA, Maurício A. Von Bruck. O seguro dos administradores no Brasil: o D&O Insurance brasileiro, 2013. Juruá: Curitiba, 2013, p. 180.

²⁹ Tradução livre: *“Fornece proteção financeira quando a empresa não pode ou não quer indenizar os diretores e executivos individuais, como por ordem judicial”*. Landes Blosch, 2021. Directors and Officers (D&O) Insurance: An Overview. Disponível em < <https://www.landesblosch.com/blog/what-is-d-and-o-insurance/>>. Acesso em 26/01/2022.

³⁰ CUNHA, 2017, Op. Cit. p. 39.

³¹ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. 8, p. 1-74, 11 jan. 2002.

A cobertura Side B, por sua vez, é assim descrita por NASCIMENTO (p. 18):

“B-side coverage – Cobre a sociedade da responsabilidade que esta tenha para com seus administradores, pela satisfação das responsabilidades que lhes sejam imputadas por atos praticados no exercício do cargo. É normalmente custeada pela sociedade.”³²

MATHIAS (2001, p. 22) também define a Cobertura B sob o nome de “*Corporate Reimbursement Coverage*”³³. Segundo o autor, este tipo de cobertura contém um contrato de seguro de reembolso corporativo, ou seja, destina-se aos casos em que a seguradora se obriga a reembolsar qualquer perda financeira da empresa advinda de reclamações feitas contra um de seus administradores e a que ela seja obrigada a pagar, por lei ou contrato.

Diferentemente do que ocorre no Brasil, em que a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) regula e define um padrão para todos os tipos de cobertura, seja lado A, B ou C, nos Estados Unidos, a aplicação da cobertura de lado B é limitada ao que dispõe a legislação federal ou estadual: se autoriza a empresa a indenizar seus administradores ou não. A título exemplificativo, e conforme exposto por MATHIAS (2001, p. 24) em sua obra, está a lei do estado de Delaware:

“For example, Delaware law permits indemnification for judgments, fines, settlement costs, and expenses when directors or officers have acted in good faith and in a manner they reasonably believed to be in or not opposed to the best interests of the corporation, provided, with respect to any criminal action or proceeding, that they had no reasonable cause to believe their conduct was unlawful.”³⁴

JOHNSTON (1978, p. 2013), que a descreve sob o termo “*Corporate Reimbursement*”, também explica:

“The first policy, commonly called the “Corporate Reimbursement” form, insures the corporation against “loss” (as defined) arising from claims against directors and officers for “wrongful acts” (as defined), but only when the corporation is required or permitted to indemnify the directors or officers under applicable statutory or by-law provisions. [...] It is important to understand that the Corporate Reimbursement form covers only the corporation’s obligation to indemnify its directors and officers.

³² SILVA, Op. Cit. p. 18.

³³ MATHIAS et. al, Op. Cit. p. 22.

³⁴ Tradução livre: “Por exemplo, a lei de Delaware permite indenização por julgamentos, multas, custos de liquidação e despesas quando diretores ou executivos agiram de boa fé e de uma maneira que eles razoavelmente acreditem estar em oposição ou não aos melhores interesses da corporação, desde que, com em relação a qualquer ação ou processo criminal, que eles não tinham motivos razoáveis para acreditar que sua conduta era ilegal”. MATHIAS et. al, Op. Cit. p. 24.

Is does not cover any liability which the corporation itself may have to the plaintiff in any given action.”³⁵

Através da citação de Joseph Johnston, é possível perceber que, apesar de ter estourado somente no ano de 1995, como será detalhado mais a frente neste estudo, a ausência de um tipo de cobertura que indenizasse reclamações em que a empresa era diretamente responsável já deixava uma lacuna nas apólices de D&O à época de redação do artigo.

Assim, nos anos 1990 o mercado de seguros criava a Side C para a modalidade D&O, cujo objeto é a cobertura dos prejuízos advindos de ações movidas diretamente contra a empresa, e não contra seus administradores e/ou sócios, como ocorre com as Side A e B.

Traça-se aqui um paralelo entre o funcionamento da cobertura Side C no Brasil e nos Estados Unidos, para atender à delimitação do objeto deste estudo. Conforme explicita GOLDMAN (2019), embora nos EUA a Side C possua um espectro razoavelmente amplo, as apólices de seguro D&O no Brasil limitam, em sua maioria, esta cobertura às reclamações no âmbito de mercado de capitais. Em outras palavras, para ser apta a contratar a cobertura Side C no Brasil, a empresa deve ser registrada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

De outro lado, BREGMAN e JORDAN (2017) explicam a forma de funcionamento da Side C nos Estados Unidos:

“Under corporate D&O forms, entity coverage applies only to claims involving securities issued by the corporate entity. The most familiar claims to which entity coverage applies are shareholder class action suits alleging that management’s errors or omissions caused a drop in the corporation’s share price and ultimately a loss to the shareholders. In contrast, under D&O forms written for nonprofits and privately held organizations, entity coverage is truly that—the corporate entity is covered for all types of claims (unless excluded), including those involving securities issued by the organization.”³⁶

³⁵ Tradução livre: “A primeira apólice, comumente chamada de formulário “Reembolso Corporativo”, assegura a corporação contra “prejuízos” (conforme definido) decorrentes de reclamações contra diretores e executivos por “atos ilícitos” (conforme definido), mas somente quando a corporação é exigida ou permitida indenizar os conselheiros ou diretores de acordo com as disposições estatutárias ou estatutárias aplicáveis. [...] É importante entender que o formulário de Reembolso Corporativo cobre apenas a obrigação da corporação de indenizar seus conselheiros e diretores. Não cobre qualquer responsabilidade que a própria corporação possa ter para com o autor em qualquer ação”. JOHNSTON, Joseph F. *Corporate Indemnification and Liability Insurance for Directors and Officers*, 1978. The Business Lawyer, American Bar Association, vol. 33, n. 3, p. 1993-2053. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/40685891>. Acesso em 30/01/2022.

³⁶ Tradução livre: “Nos formulários corporativos de D&O, a cobertura da entidade se aplica apenas a reivindicações envolvendo títulos emitidos pela entidade corporativa. As reivindicações mais conhecidas às quais a cobertura da entidade se aplica são ações coletivas de acionistas alegando que erros ou omissões da administração causaram uma queda no preço das ações da corporação e, finalmente, uma perda para os

Tem-se, portanto, que para o acionamento da garantia prevista em apólice, é necessário que o evento ao qual teve origem o sinistro, chamado de fato gerador³⁷, e a reclamação³⁸ dele decorrente sejam previstos pelas coberturas estabelecidas na apólice.

A concessão da indenização depende, ainda, da ausência de previsão de um risco excluído. Essas exclusões, nas palavras de ACKERMAN (2013, p. 1429), protegem as seguradoras do alto risco moral que assumiriam se os executivos pudessem ser reembolsados por danos decorrentes de qualquer ato ilegal que cometessem, e as próprias empresas que contratam o seguro D&O, uma vez que garantem que as apólices não são um incentivo para o envolvimento de seus executivos em delitos³⁹.

LIU, por sua vez, define as exclusões, de forma genérica, em três categorias distintas, quais sejam: as exclusões derivadas de uma conduta específica do segurado (exclusões por conduta), as exclusões por coberturas previstas por outras apólices e as exclusões relacionadas a questões de políticas públicas⁴⁰.

Especificamente em relação às exclusões por conduta, ACKERMAN (2012, p. 1429) lista os tipos mais comuns em apólices de D&O:

“D&O policies contain exclusions that bar coverage in certain circumstances. The most common exclusions prevent coverage for claims of fraud, claims that pit one insured party against another, claims for losses incurred from litigation commenced

acionistas. Em contraste, sob os formulários de D&O escritos para organizações sem fins lucrativos e privadas, a cobertura da entidade é realmente isso - a entidade corporativa é coberta por todos os tipos de reivindicações (a menos que excluídas), incluindo aquelas envolvendo títulos emitidos pela organização”. BREGMAN, Bob e JORDAN, Sean. *20 ways to improve directors and officers liability coverage or practices*. IRMI D&O compass. Mar. 2017, p. 11. Disponível em <<https://www.irmi.com/free-newsletters/d-o-compass/>>. Acesso em 31/01/2022.

³⁷ Fato gerador é definido pela Cláusula 1 – DEFINIÇÕES E GLOSSÁRIO DE TERMOS TÉCNICOS das Condições Gerais do Seguro de Responsabilidade Civil de Administradores, Diretores e/ou Conselheiros – D&O da Zurich Minas Brasil Seguros como “qualquer acontecimento que produza danos atribuídos à responsabilidade do Segurado por Terceiros pretensamente prejudicados”.

³⁸ A ESCOLA NACIONAL DE SEGUROS assim define reclamação: “Ato do segurado em comunicar ao segurador a efetivação de um evento previsto e coberto no contrato de seguro. [...] Terceiros prejudicados por danos podem reclamar indenização. Caso o responsável possua Seguro de Responsabilidade Civil cobrindo a sua responsabilização pelos danos, o segurado pode invocar a garantia.” Saiba mais em: Escola Nacional de Seguros. Dicionário de Seguros [s/d]. Disponível em: <<https://www.ens.edu.br/dicionario-de-seguros>>. Acesso em 26/01/2022.

³⁹ ACKERMAN, Joshua Phares. A Common Law Approach to D&O Insurance “In Fact” Exclusion Disputes, 2012, p. 1429. The University of Chicago Law Review, Chicago, vol. 79, n. 4, p. 1429-1466, nov. 2012. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol79/iss4/4>. Acesso em 30/01/2022.

⁴⁰ FANG, Liu. Applying the Fraud-Exclusion Provision under D&O Insurance Policies: Adjudication or in Fact - Which Is Better. Western Michigan University Cooley Journal of Practical & Clinical Law, Michigan, v. 17, n. 3, p. 247-264, 2016.

prior to the start of coverage, and claims for losses stemming from incidents in which the insured personally profited from his wrongful conduct”⁴¹

LUCCHETTA, CASTRO e CHIMENTI (2018) incluem, ainda, dentre as exclusões comuns, os danos derivados de atos dos diretores e administradores que tenham sido praticados fora do exercício legal da profissão (ou seja, que não tenham sido atos de gestão), os atos dolosos ou praticados de má-fé, fraude ou negligência, ou ainda aqueles que tenham sido praticados em benefício próprio ou de terceiros, em detrimento aos interesses da empresa⁴².

A concessão da indenização, no entanto, não depende somente da cobertura aplicável ao caso e da previsão de exclusões de risco, mas também do cumprimento, por parte do segurado, de seus deveres estabelecidos pela apólice.

KANDAWALLA (2019) faz uma breve lista de quais seriam tais deveres, que inclui o dever de comunicação, tanto de um sinistro, assim que ocorre, quanto de circunstâncias que o segurado entenda por serem passíveis de gerar um sinistro no futuro, o dever de cooperação na regulação do sinistro, provendo os documentos e esclarecimentos necessários para a análise de aplicação da cobertura, e o dever de consentimento, que impõe o consentimento da seguradora nos custos incorridos pela defesa ou quanto a possíveis acordos que o segurado deseje firmar com a outra parte⁴³.

Por fim, porém não menos importante, a concessão de cobertura também depende da definição temporal da reclamação, isto é, se a apólice contratada é feita à base de ocorrências ou à base de reclamações – em inglês, “*occurrence basis*” e “*claims-made basis*”, respectivamente.

⁴¹ Tradução livre: “As apólices de D&O contêm exclusões que impedem a cobertura em determinadas circunstâncias. As exclusões mais comuns impedem a cobertura de sinistros de fraude, sinistros que opõem um segurado contra outro, sinistros por perdas incorridas em litígios iniciados antes do início da cobertura e sinistros por perdas decorrentes de incidentes em que o segurado lucrou pessoalmente com seus atos ilícitos”. ACKERMAN, Op. Cit. p. 1434.

⁴² LUCCHETTA, Paula Mattos; CASTRO, Eduardo; e CHIMENTI, Eliana Ambrósio. The Complementary Nature of D&O Insurance and Indemnity Contracts, 2018. Machado Meyer. Disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/en/recent-publications/publications/capital-markets/the-complementary-nature-of-d-o-insurance-and-indemnity-contracts>. Acesso em 30/01/2022.

⁴³ KANDAWALLA, Darius N. Director and Officer (D&O) Insurance, 2019. Lexis Nexis. Disponível em: <https://www.lexisnexis.com/supp/LargeLaw/no-index/coronavirus/insurance/insurance-director-and-officer-insurance.pdf>. Acesso em 30/01/2022.

Enquanto, na definição do INSUREON (c2022), a apólice à base de ocorrências oferece cobertura somente se a perda, isto é, o dano advindo do ato praticado, ocorreu durante o período de vigência da apólice, nos casos de apólice à base de reclamações a cobertura somente é concedida se a reclamação acontecer durante a vigência⁴⁴.

O seguro D&O possui a especificidade de tipicamente adotar a aplicação da cláusula “*claims made*” às suas apólices. WESTLING e BELL (2013, p. 49) complementam o entendimento:

“Claims-made policies, as opposed to more-common ‘occurrence’ policies, only provide coverage for claims that are made during the policy period. Occurrence, or tail-coverage policies, by contrast protect the insured against claims that occur during the policy period even if they are not known to the insured or the effects are not felt until after the potentially covered event has occurred.”⁴⁵

Conforme explica SENHORA (2020), essa particularidade do seguro D&O teve início na década de 1980, no âmbito da crise de responsabilidade civil, em que a situação convencionada como “risco de latência prolongada” causada pelas apólices à base de ocorrência levaram à falência importantes seguradoras e resseguradoras da época.⁴⁶

⁴⁴ Occurrence vs. Claims-made insurance: Why it matters. Insureon, c2022. Disponível em: <https://www.insureon.com/blog/occurrence-vs-claims-made-business-insurance>. Acesso em: 30/01/2022.

⁴⁵ WESTLING, Richard W. e BELL, Mark M. Directors’ and Officers’ Insurance and Its Role in Government Investigations, 2013, p. 49. New Appleman Insurance: Current Critical Issues in Insurance Law, pp. 43-65.

⁴⁶ SENHORA, Victor Augusto Benes. A apólice de seguro à base de reclamação (claims made basis) e suas peculiaridades. Migalhas, 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/320151/a-apolice-de-seguro-a-base-de-reclamacao--claims-made-basis-e-suas-peculiaridades>. Acesso em 30/01/2022.

CAPÍTULO 2 - PRINCIPAIS MARCOS REGULATÓRIOS E ECONÔMICOS NORTE-AMERICANOS

A construção da hegemonia dos Estados Unidos como a maior potência econômica mundial remonta ao início do século XX, facilitada pelo desmonte da Europa no contexto da 1ª Guerra Mundial, encontrando sua consolidação com o fim da Guerra Fria e se mantendo até os dias atuais.

Como qualquer país capitalista, no entanto, a história da economia dos Estados Unidos perpassa por diversos momentos de recessão e regulação, composta por ciclos econômicos que, nas palavras de MARTINS et. al (2014, p. 3-4), compõem-se por uma *“oscilação entre períodos notabilizados por rápido crescimento, resultando em prosperidade, e períodos marcados por certo entorpecimento, nos quais impera a recessão”*⁴⁷.

As crises econômicas ocorridas durante os ciclos capitalistas, na definição de CONCEIÇÃO (1987, p. 157-158), são *“uma ruptura na relação biunívoca entre regime de acumulação e modo de regulação”*. O autor estende seu raciocínio:

“Em outras palavras, uma grande crise econômica ocorre lato senso quando o modo de regulação dessa economia não mais assegura a estabilidade de seu respectivo regime de acumulação. Fazem-se necessários novos arranjos nessa economia, a fim de que a articulação entre esses dois conceitos volte a se harmonizar. Assim, pode-se afirmar que a saída da crise deverá necessariamente levar em conta o desenvolvimento de um novo modo de regulação e de um novo regime de acumulação determinados historicamente em conformidade ao próprio estágio evolutivo do sistema capitalista.”⁴⁸

Conforme o entendimento de SANTOS (2019, p. 31), porém, não há um consenso doutrinário sobre a raiz de tais ciclos, existindo uma vastidão de estudos e doutrinas que tentam explicá-los. O consenso único que se faz, ainda na visão do autor, na maioria dos estudos e teorias é a apresentação de um fator externo como a causa das oscilações e, em seguida, um ajustamento cíclico que retoma o equilíbrio da balança.⁴⁹

⁴⁷ MARTINS, Pablo Luiz et. al. Análise do Mercado Financeiro a Partir da Compreensão dos Ciclos Econômicos. In: Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 11., 2014, Resende (Rio de Janeiro). Anais [...] Resende: Faculdades Dom Bosco, 2014, p. 3-4.

⁴⁸ CONCEIÇÃO, Octavio A. C. Crise e Regulação: A metamorfose restauradora da reprodução capitalista. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 8, n. 1, pp. 155-174, 1987.

⁴⁹ SANTOS, Váldson José. Ciclos Econômicos: uma análise do mercado financeiro brasileiro. Monografia para graduação em Administração – Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal de Sergipe - UFS. Sergipe, 2019, p. 31.

Independente da justificativa utilizada, é cediço que o advento das crises econômicas e suas posteriores superações trazem em seu bojo a criação de novos marcos regulatórios e legislativos, que ofereçam uma nova perspectiva sobre o problema que originou a crise. Sobre o papel da lei e da regulação estatal no bojo das crises econômicas, GLINAVOS (2009, p. 2) explica:

“As a result of the credit crunch and the global financial crisis it has spawned, debates on the relationship of the state to the market and the role of regulation have once again become prominent. As evidenced in these debates, and especially in policy circles, there is a strong desire to use law as a response to what are perceived to be failures in finance and banking.”⁵⁰

Este capítulo, portanto, destina-se a explorar os ciclos que compõem a história econômica dos Estados Unidos e os novos marcos regulatórios e legislativos que os sobrevieram.

2.1. A Grande Depressão e o desenvolvimento da governança corporativa.

Em 24 de outubro de 1929, data que posteriormente ficou conhecida como a “Quinta-feira Negra”, o mundo assistiu a Bolsa de Valores de Nova York quebrar, resultando em uma década inteira de recessão econômica e mudanças significativas em aspectos políticos, sociais e econômicos, e que até hoje influenciam o mercado e a sociedade como um todo.

A origem do “craque”, como é comumente denominada a quebra da Bolsa, adveio de um período de aparente ascensão capitalista dos Estados Unidos como potência, tendo atingido o seu ápice com o fim da Primeira Guerra Mundial. Conforme narra COGGIOLA (2015, p. 1), o acúmulo de riquezas, o fluxo de capitais, a desenfreada criação de novas empresas por ex-soldados que retornavam da guerra, estimulados pela diminuição das restrições para concessão de empréstimos pelos bancos, todos esses fatores geraram uma percepção falsamente otimista que, alimentada por uma dificuldade em orientar o movimento

⁵⁰ Tradução livre: “Como resultado da crise de crédito e da crise financeira global que ela gerou, os debates sobre a relação do Estado com o mercado e o papel da regulação tornaram-se mais uma vez proeminentes. Conforme evidenciado nesses debates, e especialmente nos círculos políticos, há um forte desejo de usar a lei como resposta ao que é percebido como falhas nas finanças e no setor bancário”. GLINAVOS, Ioannis. Regulation and the Role of Law in Economic Crisis. *European Business Law Review*, Westminster, v. 21, n. 4, 2009, p. 1-12, Junho, 2009.

real dos preços, culminou na chamada “bolha especulativa”⁵¹ – o valor real das empresas se tornou substancialmente inferior ao valor de suas ações.

Apesar de não haver, até os dias de hoje, um consenso doutrinário acerca da origem da “crise anunciada”, como foi chamada a Grande Depressão, NEVES (2020, p. 195), ao expor a teoria de Joseph Schumpeter, um renomado economista e cientista político austríaco, expõe:

“No mesmo sentido dos colegas economistas de tradição austríaca, Schumpeter começa suas discussões enfatizando o papel da “febre especulativa” da década de 1920. Ele advertia os economistas contra o perigo desses empréstimos “irresponsáveis” como uma característica essencial do desenvolvimento capitalista. Enquanto ele admitia que a especulação de ações e de terras é um componente “natural” e mesmo “necessário” do mundo dos negócios, ele considerou que os excessos “selvagens” e as práticas financeiras inconsequentes dos anos 20 eram inteiramente anormais.

Essa febre especulativa e a política de empréstimos exagerados seriam totalmente evitáveis a partir de uma política com maior rigor pelas instituições financeiras e autoridades monetárias. Assim sendo, a mais importante ignição da Depressão foi o sistema bancário ineficiente dos Estados Unidos, que permitiu tais empréstimos irresponsáveis em primeiro lugar.”⁵²

MILAN (2012, p. 106) conclui, neste raciocínio: “A *Grande Depressão deixou claro que os diferentes mercados – e os mercados financeiros em particular – não se auto-regulam e que mercados financeiros desregulados levam inevitavelmente a crises*”⁵³.

Como consequência do estouro, SILVA (2020) explica a saída encontrada através da intervenção do Estado, com o advento do “*New Deal*”, “*liderado pelo presidente Franklin D. Roosevelt, com investimento em obras públicas, benefícios sociais como salário-mínimo e seguro-desemprego*”⁵⁴.

Mais do que a intervenção estatal para a melhora do bem-estar social, porém, a Grande Depressão trouxe profundas alterações na regulação do Estado sobre as instituições bancárias e o mercado financeiro. Dentre essas alterações, estão a criação do chamado *Securities Act*, de

⁵¹ COGGIOLA, Osvaldo. A Crise de 1929 e a Grande Depressão da Década de 1930. AcademyEdu, 2015. Disponível em <https://www.academia.edu/8568795/A_crise_de_1929_e_a_grande_depress%C3%A3o>. Acesso em 30/01/2022.

⁵² NEVES, Filipe Peixoto. A Grande Depressão Americana: Exposição dos discursos divergentes sobre a crise que abalou o século XX. Rev. Mundo Livre, Campos dos Goytacazes, v. 6, n. 2, p. 184-201, jul./dez. 2020.

⁵³ MILAN, Marcelo. A Crise Financeira nos EUA: Causas, Consequências e Desdobramentos Teóricos. Soc. Bras. Economia Política, São Paulo, n. 33, p. 103-145, out., 2012.

⁵⁴ SILVA, Jorge Vieira da. A bolsa de valores de Nova Iorque e a governança corporativa. Direito Profissional, 2020. Disponível em <<https://www.direitoprofissional.com/bolsa-de-valores-de-nova-iorque-e-a-governanca-corporativa/#>>. Acesso em 30/01/2022.

1933 (em tradução livre, a Lei de Valores Mobiliários), e, posteriormente, do *Securities Exchange Act* (em tradução livre, a Lei de Negociação de Valores Mobiliários) de 1934 e a composição de um órgão regulador, a *Securities Exchange Commission* (SEC).

Importante esclarecer que anteriormente à promulgação dos Atos, as leis que regulavam a emissão de valores mobiliários eram realizadas as nível estadual, gerando uma certa inconsistência a nível federal – essa lacuna legislativa foi preenchida com os Atos de 1933 e 1934.

Especificamente sobre o contexto da criação do *Securities Act* e do *Securities Exchange Act*, assim como do órgão regulador que os procedeu, VIEIRA e MENDES (2004, p. 106) explicam:

“Nos Estados Unidos, a quebra da Bolsa de Nova York em 1929 levou ao *Securities Act* de 1933 e ao *Securities Exchange Act* de 1934, que deram origem à criação da *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão equivalente à CVM no Brasil. As fraudes cometidas nos registros de títulos em 1929 e a excessiva liberdade dos contratos privados fizeram com que os Estados Unidos reconsiderassem sua posição excessivamente contratualista. Através da SEC, os americanos reconheceram a importância da regulação sobre as relações contratuais.”⁵⁵

Ambos os Atos possuíam por objetivo principal a regulação, em âmbito federal, do mercado de valores mobiliários, e estabeleceram uma diretriz de transparência sobre todas as ofertas e vendas de valores mobiliários nos Estados Unidos. Conforme explicita ALMEIDA (2013), ambas as leis seguem sendo, até hoje, as leis mais severas “*no que tange aos investidores norte-americanos contra fraudes, declarações falsas e enganosas, e/ou a falta de divulgação de informações relevantes*”⁵⁶.

Na visão de FAY (2013, p. 40), os *Securities Acts* de 1933 e 1934 englobaram as filosofias liberais e democráticas que buscavam a melhora na regulação do mercado de valores mobiliários, com a intenção de evitar outra quebra na bolsa de valores e crise

⁵⁵ VIEIRA, Solange Paiva; e MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004.

⁵⁶ ALMEIDA, André et. al. Mecanismos legais de proteção a investidores no mercado de capitais dos EUA. Migalhas, 2013. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/184530/mecanismos-legais-de-protecao-a-investidores-no-mercado-de-capitais-dos-eua>. Acesso em: 30/01/2022.

bancária, forçando Wall Street e empresas financeiras a fornecerem aos seus investidores informações mais transparentes e verdadeiras quanto aos investimentos⁵⁷.

No que tange ao *Securities Act* de 1933, nas palavras de KELLER e GEHLMANN (1988, p. 330), este tinha como finalidade a regulação das emissões primárias⁵⁸ de valores mobiliários para investidores públicos, estabelecendo exigências como o arquivamento da declaração do registro de valores mobiliários vendidos por meio de órgãos do comércio interestadual ou dos correios, o que permitiria a divulgação de informações verdadeiras sobre o caráter dos valores mobiliários oferecidos ao público⁵⁹.

ALMEIDA (2013) complementa:

“A Securities Act estabelece uma política de transparência, exigindo que qualquer oferta ou venda de valores mobiliários seja registrada junto à SEC. Em geral, os formulários de registro exigem (i) uma descrição do patrimônio, do negócio da empresa e da garantia à venda ou à oferta, além de (ii) informações sobre a gestão da empresa e (iii) que as demonstrações financeiras sejam certificadas por auditores independentes. Aqui, é importante destacar que a SEC apenas exige que as informações fornecidas sejam precisas, mas não garante que tais informações assim o sejam. Desta forma, os investidores que compram títulos e sofrem perdas têm direito de ação contra as empresas que emitiram os títulos (e outras pessoas ou entidades envolvidas nas ofertas) se puderem provar que houve divulgação incompleta ou imprecisa de informações relevantes.”⁶⁰

Já o *Securities Exchange Act* de 1934 veio como uma forma de complementação da Lei de Valores Mobiliários de 1933, expandindo o seu escopo. Como explica FAY (2013, p. 47), enquanto a Lei de 1933 regulava tão somente os valores emitidos a título de Oferta Pública Inicial, a nova lei promulgada em 1934 passou a regular o mercado como um todo, alcançando quase todas as emissões da bolsa. Alterou, ainda, a exigência de um único registro

⁵⁷ FAY, Robert R. *New Deal Era Financial Regulation in the Twenty First Century: An Ethical Examination of the Securities Acts of 1933 and 1934*. Tese (Mestrado em Artes e Estudos Liberais) – Graduate School of Arts and Sciences, Georgetown University. Washington, DC, p. 40. 2013.

⁵⁸ A emissão primária também é chamada de “Oferta Pública Inicial” ou “IPO”, definida pela COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM): “Quando a empresa vende novos títulos e os recursos dessa venda vão para o caixa da empresa, as ofertas são chamadas de primárias. [...] Além disso, quando a empresa está realizando a sua primeira oferta pública, ou seja, quando está abrindo o seu capital, a oferta recebe o nome de oferta pública inicial ou IPO (do termo em inglês, *Initial Public Offer*).” Saiba mais em: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. *Ofertas Públicas*. Portal do Investidor [s/d]. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html. Acesso em 30/01/2022.

⁵⁹ KELLER, Elisabeth; e GEHLMANN, Gregory A. *Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934*. *Ohio State Law Journal*, vol. 49, n. 2, 1988, p. 329-352. HeinOnline.

⁶⁰ ALMEIDA, Op. Cit.

para um registro por ano, incluindo-se uma auditoria, estabelecendo esse controle anual como exigência para as empresas manterem seu capital aberto⁶¹.

Quanto à finalidade do *Securities Exchange Act* de 1934, FAY (2013, p. 347) acrescenta:

“The many complexities and inadequacies of the Securities Act and the need for an independent administrative body to enforce the federal securities laws, regulate stock market practices, and curb the evils in the stock exchanges themselves led Congress to enact the Securities Exchange Act of 1934. Benjamin Cohen and Tom Corcoran drafted a bill designed to establish the Securities and Exchange Commission to regulate the securities business; require the stock exchanges to adopt rules of fair dealing; apply the full disclosure requirements of new securities under the Securities Act to all securities traded on a national exchange; and instruct the Federal Reserve Board to regulate the use of borrowed money in the stock market”⁶².

A partir da análise de ambos os marcos, é visível, portanto, que a nova forma de regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos alterou profundamente o entendimento sobre a responsabilidade dos administradores de empresas no exercício de suas funções. Neste diapasão, SILVA (2020) descreve o contexto histórico da crise de 1929 como o marco inicial do desenvolvimento do que hoje entendemos como governança corporativa, a partir do desenvolvimento substancial da relação entre as empresas e seus investidores na Bolsa⁶³.

Antes de tudo, é preciso estabelecer a definição do que é a governança corporativa. Apesar das diferentes significações atribuídas pela doutrina, a maioria converge para um ponto em comum: o termo é utilizado para o conjunto de fatores que formam o sistema através do qual uma empresa é dirigida, como costumes, políticas, leis, instituições, entre outros.

Para OTTO e WETERINGS (2019, p. 108), por exemplo, a governança corporativa “*can be seen as a whole of structures, rules and guidelines that determines: 1) the way a*

⁶¹ FAY, Op. Cit., p. 47.

⁶² Tradução livre: “As muitas complexidades e inadequações do *Securities Act* e a necessidade de um órgão administrativo independente para fazer cumprir as leis federais de valores mobiliários, regular as práticas do mercado de ações e conter os males nas próprias bolsas de valores levaram o Congresso a promulgar o *Securities Exchange Act* de 1934. Benjamin Cohen e Tom Corcoran redigiram um projeto de lei destinado a estabelecer a *Securities and Exchange Commission* para regular o negócio de valores mobiliários; exigir que as bolsas de valores adotem regras de negociação justa; aplicar os requisitos de divulgação total de novos títulos sob o *Securities Act* a todos os títulos negociados em uma bolsa nacional; e instruir o *Federal Reserve Board* a regular o uso de dinheiro emprestado no mercado de ações”. FAY, Op. Cit., p. 347.

⁶³ SILVA. Op. Cit.

company is managed and controlled; 2) the effectiveness of such management and control; and 3) the relationship between the board, shareholders and other stakeholders”⁶⁴.

Já para WELLS (ano, p. 1252), a governança corporativa é comumente entendida como o conjunto de leis e restrições sobre a tomada de decisões no ambiente corporativo da empresa, cujo uso é frequentemente relacionado, em empresas de capital aberto, à necessidade de restringir os atos dos administradores aos interesses dos acionistas. O autor finaliza seu raciocínio afirmando que “[...] *corporate governance is a response to the agency problems created by the separation of ownership and control, namely the powerless shareholders and the autonomous management*”⁶⁵.

Por fim, faz-se necessário destacar que a governança corporativa é regida por quatro princípios basilares, conforme listado pelo INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC: a transparência, equidade, prestação de contas (também chamado de “*accountability*”) e a responsabilidade corporativa⁶⁶. Para fins de limitação do objeto deste estudo, explorar-se-ão de forma breve somente os princípios da prestação de contas e da responsabilidade corporativa.

A *accountability* é definida por DALLAGNOL et. al. (2019, p. 7, apud IBGC, 2015) como a obrigação, pelos agentes de governança, de prestação de contas por suas decisões. O autor continua: “[...] *atribuídos a esses [os agentes de governança], um cenário de responsabilidade pelas escolhas e omissões*”⁶⁷.

O IBCG (2020) complementa o entendimento afirmando que a *accountability* atribuiu aos agentes de governança um dever de “*prestar contas de sua atuação de modo claro,*

⁶⁴ Tradução livre: “*pode ser visto como um conjunto de estruturas, regras e diretrizes que determinam: 1) a forma como uma empresa é administrada e controlada; 2) a eficácia de tal gestão e controle; e 3) o relacionamento entre conselho, acionistas e demais stakeholders*”. OTTO, Rene; e WETERINGS, Wim. D&O Insurance and Corporate Governance: Is D&O Insurance Indicative of the Quality of Corporate Governance in a Company. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 24, n. 1, 2019, p. 108-129. HeinOnline.

⁶⁵ Tradução livre: ““[...] a governança corporativa é uma resposta aos problemas de agência criados pela separação entre propriedade e controle, nomeadamente os acionistas impotentes e a gestão autônoma”. WELLS, Harwell. *The Birth of Corporate Governance*. *Seattle University Law Review*, vol. 33, n. 4, 2010, p. 1247-1292. HeinOnline.

⁶⁶ Saiba mais em: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. Conheça os quatro princípios da governança corporativa, 2020. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/blog/principios-de-governanca-corporativa>>. Acesso em: 30/01/2022.

⁶⁷ DALLAGNOL, Evelyze Cruz et. Al. Os princípios da Governança Corporativa: o Enfoque dado pelas Empresas Listadas na B3. In: Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 16., 2019, São Paulo. *Anais* [...] São Paulo: USP, 2019. p. 1-20.

conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis”⁶⁸.

A responsabilidade corporativa, de outro lado, é definida pelo IBCG (2020) como o dever, por parte dos agentes de governança, de “*zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais [...]*”⁶⁹.

Percebe-se, portanto, que o desenvolvimento da governança corporativa no contexto político-econômico-legislativo da década de 1930 contribuiu, conseqüentemente, para a delimitação dos deveres do administrador de empresas e pelo balizamento de sua responsabilidade quando da tomada de decisões no exercício da função.

2.2. O fim da década de 1960, a Merger Mania e os anos 1970.

O fim da Segunda Guerra Mundial em 1945 proporcionou aos Estados Unidos um período denominado por BARROS (2020, p. 25-26) como a “Era de Ouro”. Conforme o autor expõe, a decadência da Inglaterra, a consolidação da posição dos EUA como credor de diversos outros países aliados, a tomada do dólar como a moeda-padrão em transações internacionais e o protagonismo do país do lado capitalista da Guerra Fria, contribuíram de forma significativa para o crescimento exponencial da prosperidade no país⁷⁰.

Como já demonstrado neste trabalho, no entanto, os períodos de regulação numa economia capitalista comumente precedem uma recessão, especialmente em se tratando da maior potência capitalista no mundo. O fim da Era de Ouro derivou de diversos fatores, como a crise do petróleo na década de 1970, causada pelo aumento acelerado no preço do barril,⁷¹ e a crise política de direitos civis.

⁶⁸ IBCG, Op. Cit.

⁶⁹ Ibidem.

⁷⁰ BARROS, Luciano Alencar. O fim político da “Era de Ouro” nos Estados Unidos. Leituras de Economia Política, Campinas, ed. 30, p. 23-34, jun. 2020.

⁷¹ Saiba mais em: MARINHO, Havana Alicia de M. P. ESTADOS UNIDOS: o contexto dos anos 1970 e as crises do petróleo. Revista História em Reflexão, Mato Grosso do Sul, vol. 4, n. 7, p. 1-10, jun. 2010. Disponível em: < <https://ojs.ufgd.edu.br/index.php/historiaemreflexao/article/view/753>>. Acesso em: 01/02/2022.

Em atenção ao objeto deste estudo, no entanto, far-se-á uma análise tão somente dos eventos econômicos, políticos e legislativos que moldaram, de alguma forma, a estrutura corporativa do país e a responsabilidade civil atribuída aos administradores de empresas.

Dentre esses eventos, faz-se necessário uma análise inicial do contexto econômico provido pela onda de “*Merger Mania*” (em tradução livre, “mania de fusão”), que estourou no final da década de 1960 com a crescente atividade de fusões e aquisições de empresas menores por conglomerados. Segundo o ECONOMIA E NEGÓCIOS (2021), o termo é amplamente utilizado para referir-se a “*surtos de atividades frenéticas de negociação, geralmente no topo do ciclo de fusões e aquisições (M&A)*”.

O estouro das fusões e aquisições na década de 1960, no entanto, não foi o primeiro na história da economia dos Estados Unidos. Até o momento, e na concepção de WINTHROP (1979, p. 99), o país perpassou por quatro “ondas” do fenômeno, ocorridas nos períodos de 1896-1904, 1920-1929, 1967-1970 e 1976, cada qual com uma forma de atuação diversa, sendo a terceira delas, objeto deste estudo, denominada pelo autor como “*conglomerate merger*”⁷².

A expressão é facilmente compreensível através da explicação de SHLEIFER e VISHNY (1991, p. 51) acerca do funcionamento das fusões e aquisições realizadas durante este período:

“A typical 60s transaction was a friendly acquisition, by a large corporation of a smaller public or private firm outside de acquirer’s main line of business. Such unrelated diversification was common among the large companies. [...] There was also a substantial move to diversification among companies that retained a dominant business. The critical feature of the 60s takeovers, then, was unrelated diversification.”⁷³

Um ponto curioso a se notar é que, conforme explicita WINTHROP (1979, p. 101), apesar da criação no Congresso dos Estados Unidos, em 1950, da *Celler-Kefauver*

⁷² WINTHROP, Jason R. Small business and the Trusts: The Merger Madness. *Wage-Price Law and Economics Review*, vol. 4, n. 3, p. 87-106, jun. 1979.

⁷³ Tradução livre: “Uma transação típica dos anos 60 era uma aquisição amigável, por uma grande corporação, de uma pequena empresa pública ou privada fora da principal linha de negócios do adquirente. Essa diversificação não relacionada era comum entre as grandes empresas. [...] Houve também um movimento substancial para a diversificação entre as empresas que mantinham um negócio dominante. A característica crítica das aquisições dos anos 60, então, foi a diversificação não relacionada”. SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. Takeovers in the 60s and the 80s: evidence and implications. *Strategic Management Journal*, vol. 12, n. 1, p. 51-59, 1991.

Amendment, destinada a interromper a tendência de aquisições de grandes empresas para evitar a formação de monopólios de conglomerados, a onda de 1960 era, essencialmente, “legalmente intocável” justamente por ter como característica peculiar a aquisição de empresas menores com mercado diverso daquele praticado pela empresa que realizava a aquisição.⁷⁴

O próprio fluxo da onda de aquisições, portanto, foi influenciado, nas palavras de SHLEIFER e VISHNY (1991, p. 52-53), pela fiscalização antitruste agressiva determinada pelas leis da época, que proibiu fusões de empresas do mesmo setor. Os autores notam, no entanto, que os efeitos da onda foram perceptivelmente negativos sobre as empresas, com a indicação por diversos estudos da alta taxa de reversão das aquisições através de desinvestimentos⁷⁵.

Com o insucesso das inúmeras aquisições feitas pelas grandes empresas, outro efeito que se tornou visível foi o exponencial crescimento de ações e litígios ajuizados em face de seus administradores e diretores, conforme narra TAFFAE (2009). JOHNSTON (1978, p. 1993), em artigo publicado à época, também menciona o aumento de litígios:

“An increasing volume of litigation against corporate insiders, some of it highly publicized, has stimulated renewed interest in the responsibilities of directors and officers and in methods of protecting them. The increased number of lawsuits has been accompanied by a barrage of publicity concerning unlawful conduct by the officials of major corporations, including bribes, political contributions and other ‘questionable payments’. [...] These developments have exposed directors and officers to the possibility of damages and defense costs far in excess of anything that has been experienced historically.”⁷⁶

De outra mão, TAFFAE (2009) também expõe que o aumento das ações judiciais, por sua vez, levou as Cortes norte-americanas à diversificação de suas interpretações acerca das leis de valores mobiliários, gerando uma possibilidade real de responsabilização pessoal dos

⁷⁴ WINTHROP, Op. Cit., p. 103.

⁷⁵ SHLEIFER e VISHNY, Op. Cit., p. 52.

⁷⁶ Tradução livre: “Um volume crescente de litígios contra insiders corporativos, alguns dos quais altamente divulgados, estimulou um interesse renovado nas responsabilidades de diretores e executivos e nos métodos de protegê-los. O aumento do número de processos foi acompanhado por uma enxurrada de publicidade relativa à conduta ilegal de funcionários de grandes corporações, incluindo subornos, contribuições políticas e outros “pagamentos questionáveis”. [...] Esses desenvolvimentos expuseram diretores e executivos à possibilidade de danos e custos de defesa muito superiores a qualquer coisa que tenha sido experimentada historicamente”. JOHNSTON, Joseph F. Corporate Indemnification and Liability Insurance for Directors and Officers. *The Business Lawyer*, vol. 33, no. 3, p. 1993-2053, abril, 1978. Disponível em: < <https://www.jstor.org/stable/40685891> > . Acesso em: 01/02/2022.

diretores e administradores de companhias⁷⁷ – o que, até o momento, não era um entendimento consolidado pela maioria dos tribunais.

A título exemplificativo, um dos casos mais emblemáticos sobre a responsabilidade pessoal do administrador/diretor de empresa foi o *Escott v. BarChris Construction Corporation* que, conforme o relatório de caso disponibilizado pelo Justia Law⁷⁸, tratou-se de ação ajuizada pelos compradores de 5,5% de debêntures subordinadas conversíveis de quinze anos da BarChris Construction Corporation (BarChris). A parte autora alegou, em síntese, que a declaração de registro das debêntures adquiridas, arquivadas junto à Securities and Exchange Commission, continha declarações falsas e omissões relevantes acerca da situação financeira da empresa.

O caso tornou-se emblemático na jurisprudência dos Estados Unidos pela interpretação dada pelo magistrado que o julgou à Seção 11(b) do *Securities Act*⁷⁹ (Estados Unidos, 1933), que estabelece a responsabilidade, por parte de todas as pessoas envolvidas na emissão de ações à exceção do próprio emissor, de cumprimento do dever de diligência ao emitir o título.

A decisão judicial que acatou o argumento da parte autora estreitou este dever de diligência e condenou todos os diretores e administradores, à exceção de somente um. Nas palavras de WEISS (1969, p. 6), o entendimento adotado pelo magistrado foi a de que, pela posição hierárquica ocupada pelos réus dentro da BarChris, não haveria a possibilidade de não terem conhecimento das declarações falsas e omissas na declaração de registro dos debêntures ou, ainda, que não conduziram uma investigação minuciosa o suficiente⁸⁰.

Sobre o assunto, LACROIX (2016) expõe:

⁷⁷ TAFFAE, Peter R. The ABCs of D&O Insurance Clauses. National Underwriter Property Casualty, 2009. Disponível em: < <https://www.propertycasualty360.com/2009/12/20/the-abcs-of-do-insurance-clauses/>>. Acesso em 01/02/2022.

⁷⁸ ESTADOS UNIDOS. US District Court for the Southern District of New York. Apelação cível nº 283 F. Apelante: Barry Escott e outros. Apelado: BarChris Construction Corporation e outros. Nova Iorque, 1º de Maio de 1976. Justia. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/283/643/1906035/>>. Acesso em: 01/02/2022.

⁷⁹ ESTADOS UNIDOS, Securities Act of 1933, seção 11(b). Disponível em: < <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>>. Acesso em: 01/02/2022.

⁸⁰ WEISS, Stephen J. *Escott v. BarChris: A Case Study*. Law Notes for the Young Lawyer, vol. 1968, n. 3, p. 5-10, abr. 1969. HeinOnline.

“The relevant outcome of the case was that all but one of the inside directors were held personally liable under Section 11 of the 1933 Act for issuing registration statements containing omissions and misrepresentations. The court found that there was no evidence of fraud, but the directors were found to have had reasons to believe the documents contained incorrect information. In addition, an outside director was found liable when he failed to detect the misrepresentations. Because the corporation was insolvent, the directors were forced to pay defense expenses and liability awards out of their own pockets without the benefit of corporate indemnification.”⁸¹

No âmbito legislativo, por sua vez, a *merger mania* de 1960 levou os Estados Unidos à profundas modificações, a nível de leis estaduais, nos estatutos que versavam sobre a obrigação de indenização das empresas aos seus agentes, quando estes são obrigados a indenizarem terceiros no exercício de suas funções, e sobre a responsabilização pessoal desses agentes.

Como exemplo, será abordado o novo entendimento adotado pelo *Delaware Statute* sobre indenização, incorporado pela *Delaware General Corporation Law* em 1967, um dos pioneiros nas mudanças legislativas da época e modelo adotado pela vasta maioria dos outros estados.

Primeiramente em relação ao Estatuto de 1943, em vigor previamente ao que será estudado, JOHNSTON (1978, p. 1995) esclarece que a necessidade de sua revisão surgiu a partir das lacunas deixadas em seu conteúdo. Nas palavras do autor, o antigo estatuto possuía um carácter meramente permissivo, ou seja, tão somente autorizava a indenização de diretores e administradores por suas empresas em determinadas circunstâncias – porém, não lhes dava o direito de receber a indenização⁸².

O Estatuto de 1967, por sua vez, tornou obrigatória a indenização no caso de ação judicial ajuizada em face do administrador, com decisão favorável ao seu lado. Dentre as

⁸¹ Tradução livre: “O resultado relevante do caso foi que todos, exceto um dos diretores internos, foram considerados pessoalmente responsáveis sob a Seção 11 da Lei de 1933 por emitir declarações de registro contendo omissões e declarações falsas. O tribunal considerou que não havia evidências de fraude, mas os diretores tinham motivos para acreditar que os documentos continham informações incorretas. Além disso, um diretor externo foi considerado responsável quando não detectou as declarações falsas. Como a corporação estava insolvente, os diretores foram forçados a pagar despesas de defesa e prêmios de responsabilidade do próprio bolso, sem o benefício da indenização corporativa”. LACROIX, Kevin. D&O What to Know: A Guide to the Evolution of Directors and Officers Insurance from 1933 to the Present, 2016. Disponível em: <https://www.dandodiary.com/2016/02/articles/d-o-insurance/guest-post-do-what-to-know-a-guide-to-the-evolution-of-directors-and-officers-insurance-from-1933-to-the-present/>. Acesso em 01/02/2022.

⁸² JOHNSTON, Joseph F. Corporate Indemnification and Liability Insurance for Directors and Officers. *The Business Lawyer*, vol. 33, n. 3, American Bar Association, 1978, pp. 1993-2053. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/40685891>>. Acesso em: 01/02/2022.

outras mudanças oferecidas pela inovação legislativa, CHEEK (1969, p. 276-283) lista algumas como a previsão de não-exclusividade da norma (“*non-exclusivity*”), isto é, a concessão de indenização pelas empresas não fica limitada aos casos dispostos em lei, e a expansão da aplicação do Estatuto para incluir qualquer diretor, administrador, empregado ou agente da empresa⁸³.

Por fim, JOHNSTON (1978, p. 1996) cita, ainda, a diferenciação trazida pelo Estatuto de 1967 entre as “*derivative actions*”⁸⁴ e as “*third-party actions*”⁸⁵. Segundo o autor, as *derivative actions* trazem mais restrições quanto a possibilidade de indenização por parte da empresa do que as ações ajuizadas por terceiros. Confira-se:

“In connection with a derivative action, under section 145(b) of the Delaware law, a director or officer may be indemnified against expenses (including attorney’s fees), if he met the statutory standard, except where he was judged liable for negligence or misconduct (unless the court awards indemnity for expenses)”⁸⁶

Para a conclusão do raciocínio deste subtítulo, é possível observar que, sendo o fenômeno da “*merger mania*” nos anos 1960 uma estratégia agressiva adotada pelas grandes companhias para a fusão e aquisição de pequenas empresas, com a finalidade de formarem conglomerados, verifica-se uma correlação entre o próprio caráter agressivo do método com o descumprimento, por parte dos governantes corporativos, dos preceitos de honestidade e transparência trazidos pelo *Securities Act* de 1933 e pelo *Securities Exchange Act* de 1934.

O contexto histórico-econômico da época, portanto, contribuiu para o crescimento do montante dispendido pelas empresas e seus administradores e diretores com litígios judiciais, ao mesmo tempo em que coagiu os tribunais e a legislação vigente à época a adotarem uma

⁸³ CHEEK, James H. III. Control of Corporate Indemnification: A Proposed Statute. *Vanderbilt Law Review*, vol. 22, n. 2, p. 255-292, mar. 1969. HeinOnline.

⁸⁴ As *derivative actions* são definidas por Merriam-Webster como as ações “*movidas por um acionista em nome de uma corporação ou por um membro em nome de uma associação para reivindicar uma causa de ação geralmente contra um funcionário que a própria corporação ou associação deixou de reivindicar por seus danos*” (tradução livre). Saiba mais em: <<https://www.merriam-webster.com/legal/derivative%20action>>. Acesso em: 01/02/2021.

⁸⁵ As “*third-party actions*”, segundo a definição do US Legal, referem-se à “*ação movida contra pessoas cuja negligência ou negligência grosseira facilitou a prática de um delito por um réu. No direito civil, é outro nome para o dispositivo processual do impetrante.*” (tradução livre). Third Party Law and Legal Definition. USLegal, [s/d]. Disponível em: <<https://definitions.uslegal.com/t/third-party-actions/>>. Acesso em: 01/02/2022.

⁸⁶ Tradução livre: “*Em conexão com uma ação derivada, de acordo com a seção 145(b) da lei de Delaware, um diretor ou executivo pode ser indenizado contra despesas (incluindo honorários advocatícios), se ele atender ao padrão estatutário, exceto quando for julgado responsável por negligência ou má conduta (a menos que o tribunal conceda indenização por despesas)*”. JOHNSTON, Op. Cit., p. 1996.

nova percepção acerca das possibilidades de indenização, por parte das empresas, aos seus funcionários eventualmente processados por terceiros ou acionistas.

2.3. A crise de responsabilidade civil dos anos 1980.

Apesar de ter se restringido ao mercado securitário da época, e não afetado a economia do país como um todo, faz-se necessário delinear brevemente as origens e consequências da crise de responsabilidade civil ocorrida em meados de 1980 que, segundo narram HARRINGTON e LITAN (1988, p. 737), causaram uma explosão de prêmios nos seguros de responsabilidade civil em geral, chegando a prêmios tão altos quanto US\$19.4 bilhões⁸⁷.

A crise de responsabilidade (tradução livre para *liability crisis*, como é chamada em inglês) enxugou o mercado securitário ao ponto de tornar indisponível à população norte-americana a contratação de seguros de responsabilidade civil em geral. Como relata PRIEST (1988, p. 196), as pessoas que de fato conseguiam contratar apólices se deparavam com um cenário de redução significativa das coberturas oferecidas e prêmios exorbitantes, como supracitado⁸⁸.

Para compreender superficialmente a sua origem, uma vez que não há um consenso doutrinário até os dias de hoje sobre a sua causa, é preciso primeiramente esclarecer como funciona um ciclo de subscrição de seguros (em inglês, “*underwriting cycles*”)⁸⁹: composto por uma fase de *soft market* (em tradução livre, “mercado macio”) e *hard market* (em tradução livre, “mercado difícil”), os ciclos são, na definição de WEISS (2007, p. 31), “*repeating, regular periods of soft and hard markets*”.

A autora elucida como funciona cada fase dos ciclos:

“In a soft market, insurance coverage is readily available at ‘reasonable’ prices, while a hard market is characterized by high prices and unavailability of coverage or limited coverage for potential policyholders. Historically, these cycles have

⁸⁷ HARRINGTON, Scott; e LITAN, Robert E. Causes of the Liability Insurance Crisis. American Association for the Advancement of Science, vol. 239, n. 4841, p. 737-741, fev. 1988.

⁸⁸ PRIEST, George L. Understanding the Liability Crisis. Proceedings of the Academy of Political Science, vol. 37, n. 1, p. 196-211, 1988. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1174065>>. Acesso em: 07/02/2022.

⁸⁹ Segundo o Tudo Sobre Seguros, o ciclo de subscrição é o processo pelo qual as seguradoras “*aceitam ou rejeitam novos contratos e renovações de contratos antigos [...] [com o objetivo de] manter a lucratividade da seguradora ao longo do tempo*”. Saiba mais em: Subscrição de Seguros. Tudo Sobre Seguros, c2022. Disponível em: <<https://www.tudosobresseguros.org.br/subscricao-de-seguros/>>. Acesso em: 07/02/2022.

averaged six years in length [...]. In tracking underwriting cycles, most of the attention tends to be directed at insurance pricing, or, conversely, insurance underwriting profits, rather than amount of coverage available.”⁹⁰

A crise da década de 1980, portanto, foi caracterizada como uma fase de *hard market* dos seguros de responsabilidade civil no geral. As teorias sobre suas causas variam, porém, o consenso parece caminhar no sentido de culpar a explosão de litígios causada pela ampliação do escopo da responsabilidade civil nos anos 1960 – explicação utilizada por autores como PRIEST (1988, p. 197)⁹¹, LEAVITT (1987, p. 921-922)⁹² e VISCUSI (1991, p. 148). Este último complementa:

“Finally, a fourth explanation is that the crisis stems from the uncertainty that has been introduced in the tort liability system from changes in legal doctrine. Highly volatile loss patterns limit the insurance industry's ability to write coverage. If a policy runs the risk of leading to substantial insurance payoffs that were unanticipated, as in the case of asbestos, then the premiums that must be charged will be raised to cover such future contingencies.”⁹³

Dentre os casos que modificaram os entendimentos dos tribunais norte-americanos sobre responsabilidade civil, talvez o mais célere seja o de *Smith v. Van Gorkom*, popularmente conhecido como o caso *TransUnion*. De acordo com o resumo fornecido pelo Justia, o caso tratou, em síntese, de uma *class action* (que, como se verá a seguir, era a nova tendência de judicialização das relações nos Estados Unidos à época) ajuizada pelos acionistas da ré *TransUnion*, originalmente buscando a rescisão de uma fusão “*cash-merger*”⁹⁴ entre a ré e a empresa *New T Company*, uma subsidiária integral da *Marmom Group, Inc.* (ambas as empresas também integraram o polo passivo da ação). O caso ficou

⁹⁰ WEISS, Mary A. *Underwriting Cycles: A Synthesis and Further Directions*. *Journal of Insurance Issues*, vol. 30, n. 1, p. 31-45, mar/jun. 2007. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/41946268>>. Acesso em: 09/02/2022.

⁹¹ PRIEST, Op. Cit., p. 197.

⁹² LEAVITT, M. Hannah. *Liability Insurance Crisis: The Regulatory Response*. *Dickinson Law Review*, vol. 91, n. 4, p. 919-946, 1987. HeinOnline.

⁹³ Tradução livre: “Por fim, uma quarta explicação é que a crise decorre da incerteza que foi introduzida no sistema de responsabilidade civil a partir de mudanças na doutrina jurídica. Padrões de perda altamente voláteis limitam a capacidade do setor de seguros de subscrever cobertura. Se uma apólice corre o risco de levar a substanciais pagamentos de seguro que não foram previstos, como no caso do amianto, os prêmios que devem ser cobrados serão aumentados para cobrir tais contingências futuras.”. VISCUSI, W. Kip. *The Dimensions of the Product Liability Crisis*. *The Journal of Legal Studies*, vol. 20, n. 1, p. 147-177, jan. 1991. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/724458>. Acesso em: 07/02/2022.

⁹⁴ Segundo o *Upcounsel*, uma fusão *cash-merger* resulta de uma fusão entre duas companhias em que os acionistas (ou investidores) da empresa-alvo (a empresa adquirida) não desejam se envolver com a nova empresa. Saiba mais em: *Cash Out Merger: Everything You Need to Know*. *Upcounsel*, c2022. Disponível em: <<https://www.upcounsel.com/cash-out-merger>>. Acesso em: 09/02/2022.

marcado pela interpretação do dever de diligência atribuído à mesa de diretores da empresa, que, no âmbito da fusão, deixou de consultar especialistas acerca da sua lucratividade e foi responsabilizada pessoalmente num acordo que totalizou US\$23.5 milhões⁹⁵.

Como já visto neste estudo, o cálculo do prêmio de um seguro é feito a partir da possibilidade do risco se concretizar – este é, simplificarmente, o chamado processo de subscrição do risco. Assim, se a legislação, a jurisprudência e o número de ações distribuídas perante o Poder Judiciário demonstram um entendimento mais amplo da aplicação da responsabilidade civil, o risco para as seguradoras de subscreverem um seguro de responsabilidade civil também aumenta – e, conseqüentemente, o prêmio.

Em resposta à crise, LEAVITT (1987, p. 922) relata que diversos programas legislativos e ações regulatórias foram criadas, tanto a nível estadual quanto federal. As leis criadas para atenuar as conseqüências da crise, basicamente, limitaram a capacidade das seguradoras de negar cobertura e estabeleceram novas fontes de proteção de seguro⁹⁶.

2.4. Os anos 1990, o "boom" do Tech IPO e os escândalos corporativos.

A economia dos Estados Unidos, que vinha se recuperando de uma trajetória de recessão ao longo das décadas de 1970 e 1980 por conseqüência da crise mundial do petróleo, encontrou nos anos 90 um período de exponencial crescimento, causado, principalmente, pelas revolucionárias inovações tecnológica que tomaram lugar na época, sendo a principal delas a popularização da internet.

Seguindo a euforia coletiva das novas tecnologias, os anos 1990 ficaram marcados como o período de “*boom*” das emissões de título primário (as “IPOs”) e de criação de novas empresas, levando, inclusive, à criação da Bolsa Nasdaq, destinada às companhias de inovação e tecnologia. Segundo a Warren Magazine (2021), entre os anos de 1995 e 2000 a Nasdaq registrou mais de 2 mil IPOs, quintuplicando o índice da Bolsa⁹⁷.

⁹⁵ ESTADOS UNIDOS. Supreme Court of Delaware. Apelação Cível nº 488 A.2d 858. Apelante: Willian Pricket e outros. Apelado: TransUnion Corp. e outros. Delaware, 14 de Março de 1985. Justia. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/488-a-2d-858-4.html>>. Acesso em: 09/02/2022.

⁹⁶ LEAVITT, Op. Cit., p. 922.

⁹⁷ Bolha da internet: entenda o que motivou a bolha ponto com nos anos 2000 e as lições que ficaram. Warren Magazine, 2021. Disponível em: <https://warren.com.br/magazine/bolha-da-internet/>. Acesso em: 05/02/2022.

O que se faz notar, no entanto, é que o comportamento impulsivo dos investidores gerou, mais uma vez na história econômica dos Estados Unidos, uma alta taxa de especulação sobre o valor real das novas empresas – a Warren Magazine (2021) afirma que “*muitos investidores ignoraram, de forma irracional, o fato de que diversas destas companhias não possuíam plano de negócios consolidado, ou sequer um produto*”⁹⁸.

O que se sucedeu foi a quebra da expectativa dos investidores, uma vez que as novas empresas não geravam o lucro esperado a curto prazo, causando uma venda em massa das ações na Bolsa nos anos de 2001 e 2002. MILLER (2009, p. 114) explica:

“Hence, everyone involved in the market took an educated guess about how much Internet usage would increase and estimated what would likely be the future earnings of dot-com companies. As a result of these guesses and estimates, people bid up the prices of dot-com stocks. As it happened, however, the collective judgment of the market was too optimistic. Although Internet usage increased greatly, it did not increase as much as people thought it would. When it became clear that the growth rate of Internet usage was slowing and thus that the dot-coms were not going to make as much money as people had thought, it also became clear that the prices of dot-com stocks were too high. People then started selling them, and the dot-com stock prices crashed.”⁹⁹

Esse período histórico-econômico ficou mais tarde conhecido como “*dot-com bubble*” (em tradução livre, “bolha ponto com”), marcado, como qualquer bolha econômica¹⁰⁰, por “*supervalorização rápida e artificial de ativos financeiros sem valor real para sustentar a especulação do mercado*” (WARREN MAGAZINE, 2021)¹⁰¹.

Em paralelo à expansão econômica que mais tarde se revelou uma bolha financeira, os Estados Unidos passavam por um novo período de explosão no número de litígios entre particulares. Apesar de não haver um consenso doutrinário acerca do motivo, DECKER

⁹⁸ Ibidem.

⁹⁹ Tradução livre: “Assim, todos os envolvidos no mercado fizeram um palpite sobre o quanto o uso da Internet aumentaria e estimaram quais seriam os lucros futuros das empresas pontocom. Como resultado dessas suposições e estimativas, as pessoas aumentam os preços das ações das empresas pontocom. Como aconteceu, no entanto, o julgamento coletivo do mercado foi muito otimista. Embora o uso da Internet tenha aumentado muito, não aumentou tanto quanto as pessoas pensavam que aumentaria. Quando ficou claro que a taxa de crescimento do uso da Internet estava diminuindo e, portanto, que as empresas pontocom não ganhariam tanto dinheiro quanto as pessoas pensavam, também ficou claro que os preços das ações das empresas pontocom estavam muito altos. As pessoas começaram a vendê-las e os preços das ações pontocom caíram” MILLER, Robert T. Morals in a Market Bubble. University of Dayton Law Review, vol. 35, n. 1, p. 113-118, set./dez. 2009.

¹⁰⁰ A revista Forbes descreve uma bolha econômica como o acontecimento de “*uma forte valorização em um determinado tipo de ativo, sem fundamentos (razões) que justifiquem isso*”. Saiba mais em: Como se formam as bolhas financeiras. Forbes, 2021. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2021/07/como-se-formam-as-bolhas-financeiras/>. Acesso em: 05/02/2022.

¹⁰¹ Warren Magazine, Op. Cit.

(1998, p. 36) associa o fato à conduta antiética de empresas e seus administradores e diretores¹⁰².

De fato, o final dos anos 1990 e o início dos anos 2000 ficaram marcados por um dos maiores escândalos corporativos na história dos Estados Unidos, envolvendo a empresa de energia Enron Corporation, que, em seu ápice, ocupou a posição de sétima maior empresa dos Estados Unidos.

Conforme narra a plataforma Delphipages (2020), a expansão econômica da década de 1990 impulsionou o crescimento da Enron Corp., que, aproveitando o frenesi da época, expandiu seu nicho de mercado de forma abrangente¹⁰³. Com o estouro da bolha financeira, no entanto, a empresa sofreu uma diminuição em seus lucros e, pressionada por seus acionistas, passou a adotar a prática “*market-to-market*” em seus registros. LI (2010, p. 38) explica o método:

“This method requires that once a long-term contract was signed, the amount of which the asset theoretically will sell on the future market is reported on the current financial statement. In order to keep appeasing the investors to create a consistent profiting situation in the company, Enron traders were pressured to forecast high future cash flows and low discount rate on the long-term contract with Enron. The difference between the calculated net present value and the originally paid value was regarded as the profit of Enron. In fact, the net present value reported by Enron might not happen during the future years of the long-term contract. There is no doubt that the projection of the long-term income is overly optimistic and inflated.”¹⁰⁴

O caso acendeu uma discussão acerca da atribuição da responsabilidade pela fraude, após ser firmado acordo pela empresa no âmbito de uma das ações coletivas ajuizadas no Judiciário norte-americano, totalizando US\$ 213 milhões, dos quais US\$ 13 milhões foram

¹⁰² DECKER, Randy L. Economics and Litigation: View from the Inside Looking Out. *Litigation*, vol. 24, n. 4, American Bar Association, p. 36-62, jun./set. 1998. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/29760016>. Acesso em: 05/02/2022.

¹⁰³ Escândalo da Enron | Resumo, história e fatos. DelphiPages, 2020. Disponível em: <https://delphipages.live/pt/politica-lei-e-governo/lei-crime-e-castigo/enron-scandal>. Acesso em: 05/02/2022.

¹⁰⁴ Tradução livre: “Esse método exige que, uma vez assinado um contrato de longo prazo, o valor do qual o ativo teoricamente será vendido no mercado futuro seja informado na demonstração financeira atual. Para continuar apaziguar os investidores para criar uma situação lucrativa consistente na empresa, os operadores da Enron foram pressionados a prever altos fluxos de caixa futuros e baixa taxa de desconto no contrato de longo prazo com a Enron. A diferença entre o valor presente líquido calculado e o valor originalmente pago foi considerada como lucro da Enron. De fato, o valor presente líquido informado pela Enron pode não ocorrer nos próximos anos do contrato de longo prazo. Não há dúvida de que a projeção da renda de longo prazo é excessivamente otimista e inflada” LI, Yuhao. The Case Analysis of the Scandal of Enron. *International Journal of Business and Management*, vol. 5, n. 10, p. 37-41, out. 2010. Disponível em: https://www.academia.edu/30500625/The_Case_Analysis_of_the_Scandal_of_Enron?auto=citations&from=cov_er_page. Acesso em: 05/02/2022.

desembolsados diretamente por diretores externos da companhia, o que levou a empresa à falência, conforme relatam BLACK, CHEFFINS e KLAUSNER (2006, p. 1124)¹⁰⁵. Os diretores da Enron, portanto, foram pessoalmente responsabilizados pelos danos causados.

O escândalo da Enron Corp., no entanto, não foi o único a abalar o início dos anos 2000. Outras influentes empresas nos Estados Unidos, como a WorldCom, a segunda maior companhia de telefonia do país à época, encontraram-se envolvidas em fraudes contábeis decorrentes da omissão em suas demonstrações financeiras.

Como consequência, o Congresso norte-americano se viu obrigado a realizar alterações legislativas que remediasses a onda de práticas contábeis ilícitas praticadas pelos administradores de empresas. Assim, foi aprovada em 2002 a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), que, nas palavras de BONOTTO (2010, p. 15), “apresentou várias reformas com o objetivo de forçar a prática da governança corporativa nas organizações, bem como a divulgação e controle sobre as práticas contábeis a serem aplicadas”¹⁰⁶.

A SOX, como é possível perceber, amplificou consideravelmente as exigências e o controle sobre as corporações. De forma resumida, expõe AGGIO (2008, p. 31-32):

“Para tanto, ela [a Lei Sarbanes-Oxley] veio de uma forma extensa e bem detalhada exigindo boas práticas de governança corporativa e requisitos técnicos e operacionais, criação de comitês e comissões de supervisão e operações, dentre outras exigências. Assim ela protegeria os investidores e puniria com rigor os administradores que se utilizam da manipulação das demonstrações e também os auditores que fossem coniventes com tal procedimento.”¹⁰⁷

Em paralelo, ocorria em mesmo período o crescimento do fenômeno das *class actions* (denominadas no Brasil como ações coletivas), como as ajuizadas em face da Enron Corp. no contexto do escândalo financeiro.

As *class actions* nos Estados Unidos funcionam de modo semelhante às ações coletivas no Direito Civil brasileiro. Como expõem ALMEIDA e YOSHIDA (2015), elas

¹⁰⁵ BLACK, Bernard; CHEFFINS, Brian; e KLAUSNER, Michael. Outside Director Liability. *Stanford Law Review*, vol. 58, n. 4, p. 1055-1159, fev. 2006.

¹⁰⁶ BONOTTO, Pietro Vinicius. As fraudes contábeis da Enron e WorldCom e seus efeitos nos Estados Unidos. TCC (Graduação em Ciências Contábeis) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, p. 15, 2010.

¹⁰⁷ AGGIO, Rafael. Lei Sarbanes-Oxley e suas Implicações. TCC (Especialização MBA em Auditoria Integral) – Universidade Federal do Paraná. Curitiba, p. 31-32, 2008.

consistem em “*uma espécie de ação coletiva prevista na legislação norte-americana que permite que uma classe composta por pessoas que sofreram o mesmo prejuízo, ou prejudicadas pelo mesmo fato e, portanto, possuem um interesse em comum*”¹⁰⁸.

As ações coletivas norte-americanas foram moldadas, da forma que as conhecemos atualmente, pelo advento da *Rule 23* da *Federal Rules of Civil Procedure* de 1967 (em tradução livre, a Regra 23 das Regras Federais de Processo Civil). Na visão de MARCUS (2018, p. 1831), esse tipo de procedimento guarda uma relação intrínseca com a explosão de litígios da década de 1990, conforme narrado acima, e os episódios de fraudes de valores mobiliários ocorridos na época¹⁰⁹.

Desde a década de 1980, no entanto, a intensificação do ajuizamento de *class actions* nos Estados Unidos se deu de forma desenfreada e nem sempre apropriada ao procedimento, pelo caráter permissivo e abrangente que a *Rule 23* possuía. A interpretação dada à nova lei pelos juízes, a partir da década de 1980 até meados de 1990, tornou-se, nas palavras de KLONOFF (2013, p. 736)¹¹⁰, muito mais receptiva à admissibilidade das ações.

Em mesmo sentido, o uso das *class actions* como ferramentas de compensação de danos no contexto das fraudes de valores mobiliários e o aumento concentrado de litígios contra empresas tecnológicas moveu esse tipo de ação a um outro patamar de acordos bilionários. É o que explica MARCUS (2018, p. 1833):

“Securities fraud litigation escalated significantly in the 1980s. In 1987, a securities fraud case settled for \$440 million; a settlement struck in 1998 exceeded this sum, then a record for class actions, by \$260 million. [...] The substantive law evolved to favor plaintiffs, especially with the entrenchment of the fraud-on-the-market doctrine. Increased market volatility in the 1980s and a surge in initial public offerings may have contributed. But a concentrated burst of litigation against accounting and high-technology firms had particular consequences for class action history. These two industries bore characteristics that particularly enabled them to pursue a political solution once the liability pressure proved too much to bear.”¹¹¹

¹⁰⁸ ALMEIDA, André; e YOSHIDA, Natalie. O caso Petrobras e os procedimentos das class actions. Migalhas, 2015. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/215368/o-caso-petrobras-e-os-procedimentos-das-class-actions>. Acesso em: 05/02/2022.

¹⁰⁹ MARCUS, David. The History of the Modern Class Action, Part II: Litigation and Legitimacy, 1981-1994. *Fordham Law Review*, vol. 86, n. 4, p.1785-1845, 2018. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol86/iss4/13>. Acesso em: 05/02/2022.

¹¹⁰ KLONOFF, Robert H. The Decline of Class Actions. *Washington University Law Review*, vol. 90, n. 3, p. 729-838, 2013. Disponível em: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol90/iss3/6. Acesso em 05/02/2022.

¹¹¹ Tradução livre: “O litígio de fraude de valores mobiliários aumentou significativamente na década de 1980. Em 1987, um caso de fraude de valores mobiliários foi liquidado por US\$ 440 milhões; um acordo fechado em

Nesse contexto, o Congresso dos Estados Unidos aprovou o Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) de 1995, numa tentativa, nas palavras de MARTIN e METCALF (2001, p. 1381), de expandir o papel desempenhado por investidores em litígios de valores mobiliários, na esperança de que, com este novo envolvimento, houvesse uma moderação no que foi amplamente percebido como práticas de litígio abusivas na área.

Em outras palavras, a lei foi promulgada com o objetivo de diminuir o volume de litígios inadequados e levianos relacionados à valores mobiliários que cresciam na época. Segundo CHEN (2020), o PSLRA ampliou a requisição de provas apresentadas pelos autores antes do ajuizamento de uma ação de fraude de valores mobiliários perante as Cortes federais, alterando, também, as *class actions* ao conceder aos juízes mais autoridade para determinarem a tomada de medidas em processos que visem a redução de abusos no sistema legal¹¹².

Nota-se, portanto, que a década de 1990 ficou marcada por um longo período de expansão econômica, vindo a atingir a recessão somente no início dos anos 2000 com o estouro da *dot-com bubble*. Em paralelo, ocorria a explosão de judicializações das relações privadas através de *class actions*, motivadas pelo alto índice de escândalos de fraudes financeiras, como o da WorldCom – este levando, por sua vez, à criação da Lei Sarbanes-Oxley –, pela permissibilidade da *Rule 23* de 1967 e pela possibilidade de obtenção de acordos milionários para a compensação de danos.

2.5. Da crise mundial do *Subprime* ao cenário pós-pandêmico.

Pouco tempo se decorreu desde que os Estados Unidos se recuperaram da recessão causada pela *dot-com bubble* e das consequências político-econômicas causadas pelos escândalos corporativos de fraudes, e a economia do país já se encontrava novamente, em

1998 excedeu essa soma, então um recorde para ações coletivas, em US\$ 260 milhões. [...] O direito substantivo evoluiu para favorecer os demandantes, especialmente com o enraizamento da doutrina da fraude no mercado. O aumento da volatilidade do mercado na década de 1980 e um aumento nas ofertas públicas iniciais podem ter contribuído. Mas uma explosão concentrada de litígios contra empresas de contabilidade e de alta tecnologia teve consequências particulares para a história das ações coletivas. Estas duas indústrias tinham características que lhes permitiram particularmente buscar uma solução política, uma vez que a pressão da responsabilidade provou ser demais para suportar”. MARCUS, Op. Cit.

¹¹² CHEN, James. Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA). Investopedia, 2020. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/p/pslra.asp>. Acesso em 05/02/2022.

2008, envolvida em outra bolha financeira – que, dessa vez, causou uma crise econômica a nível mundial denominada como a crise do *Subprime*.

Para melhor contextualizar o período, é necessário retroceder ao desenvolvimento econômico ocorrido nos Estados Unidos desde a década de 1990. LIMA e DEUS (2013, p. 54) explicam que, como consequência de um processo de liberalização que vinha acontecendo desde o último milênio, e que causou um crescimento insustentável da competitividade e baixa rentabilidade nas operações financeiras tradicionais, as instituições norte-americanas se viram obrigadas a buscar um novo mercado com maior rendimento¹¹³.

Dessa forma, as pretensões lucrativas se voltaram ao mercado imobiliário, em alta à época devido ao cenário econômico favorável que permitiu a compra de casa própria por diversas famílias estadunidenses através da hipoteca¹¹⁴. Com o objetivo de amplificação do mercado, no entanto, as instituições de concessão de crédito começaram a ceder financiamentos sob uma categoria denominada *subprime* – definida pela Capital Research como “*uma modalidade de crédito de risco concedida a tomadores que não apresentam garantias suficientes para comprovar sua adimplência*”¹¹⁵.

Segundo JUNIOR e FILHO (2008, p. 136), no entanto, a concessão de crédito à tomadores *subprime* não foi a única causa da crise de 2008. Nas palavras dos autores, a securitização dos financiamentos imobiliários também contribuiu significativamente para o estouro da bolha imobiliária que se formava, um processo consistente na distribuição de riscos pelas instituições financeiras através das vendas dos créditos adquiridos no mercado de capitais¹¹⁶.

Com as taxas de juros baixas e a movimentação do mercado imobiliário como nunca se tinha visto antes, estava formada a bolha financeira: como expõem LIMA e DEUS (2013,

¹¹³ LIMA, Thaís Damasceno; e DEUS, Larissa Naves. A crise de 2008 e seus efeitos na economia brasileira. Revista Cadernos de Economia, vol. 17, n. 32, p. 52-65, Chapecó, jan./jun. 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.46699/rce.v17i32.1651>. Acesso em: 06/02/2022.

¹¹⁴ A hipoteca é definida pela Creditas como uma linha de crédito consistente em “*colocar um imóvel como garantia para conseguir um empréstimo com juros baixos e prazos longos*”. Saiba mais em: Entenda o que é hipoteca e como funciona no Brasil. Creditas, 2021. Disponível em: <https://www.creditas.com/exponencial/o-que-e-hipoteca/>. Acesso em: 06/02/2022.

¹¹⁵ Subprime: descubra o que é e as causas da crise imobiliária. Capital Research, 2020. Disponível em: <https://www.capitalresearch.com.br/blog/investimentos/subprime/>. Acesso em: 06/02/2022.

¹¹⁶ JUNIOR, Gilberto Rodrigues Borça; e FILHO, Ernani Teixeira Torres. Analisando a Crise do Subprime. Revista do BNDES, vol. 15, n. 30, p. 129-159, Rio de Janeiro, dez. 2008.

p. 54), a partir do momento em que os investidores perceberam a decadência do negócio, causada, por óbvio, pela inadimplência dos tomadores de hipotecas, ocorreu uma mobilização em massa de venda dos títulos que, conseqüentemente, sofreram uma queda em seu preço e afetaram todas as ações negociadas na Bolsa.

Com conseqüências que extrapolaram o mercado financeiro dos Estados Unidos e afetaram a economia mundial, como a falência do banco Lehman Brothers, o país se viu novamente compelido a criar inovações legislativas que trouxessem novamente um ambiente de segurança financeira. Na visão de BAILY, KLEIN e SCHARDIN (2017, p. 22), a crise do *Subprime* revelou fraquezas gritantes na estrutura regulatória financeira dos EUA, fazendo-se necessária uma nova legislação de reforma¹¹⁷.

Assim, em 2010, foi aprovado o chamado “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*” (ou, simplesmente, “Dodd-Frank”), com o objetivo de, nas palavras de BAILY, KLEIN e SCHARDIN (2017, p. 20), gerar mais estabilidade financeira e prevenir demais devastações econômicas causadas por crises. Os autores explicam as mudanças trazidas pela reforma:

“Dodd- Frank established the Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), increased capital and other prudential requirements, augmented oversight of financial institutions, and created new resolution procedures to safely wind down institutions when they fail. Through these and other reforms, the financial sector is much safer today than before the crisis.”¹¹⁸

BIGING et al. (2011, p. 544-545), por sua vez, expõem de que forma o Dodd-Frank impactou diretamente a responsabilidade civil de administradores e diretores de companhias. Dentre as significativas mudanças trazidas pelo novo ato regulatório, estão, por exemplo, a ampliação da competência da SEC (órgão regulador de valores mobiliários nos Estados Unidos) para apresentar reclamações por cumplicidade em violações à Lei de Valores Mobiliários, a redução das possibilidades de prova de não conhecimento da fraude por parte de diretores/administradores/empregados, e a previsão de responsabilização de diretores e

¹¹⁷ BAILY, Martin Neil; KLEIN, Aaron; e SCHARDIN, Justin. The Impact of the Dodd-Frank Act on Financial Stability and Economic Growth. RSF: The Russell Sage Foundation of the Social Sciences, vol. 3, n. 1, p. 20-47, jan. 2017.

¹¹⁸ Tradução livre: “*Dodd-Frank estabeleceu o Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), aumentou o capital e outros requisitos prudenciais, aumentou a supervisão das instituições financeiras e criou novos procedimentos de resolução para encerrar as instituições com segurança quando elas falírem. Por meio dessas e de outras reformas, o setor financeiro está muito mais seguro hoje do que antes da crise*”. Ibidem.

executivos por violações de valores mobiliários cometidas por funcionários da empresa – cabendo a estes diretores o ônus de comprovarem sua boa-fé¹¹⁹.

Tem-se, portanto, que o novo marco regulatório introduzido pela Dodd-Frank ampliou significativamente as possibilidades de responsabilização de executivos e diretores por fraudes cometidas no âmbito do mercado de valores mobiliários, como medida para retomar a confiança da população norte-americana no sistema financeiro.

Com as medidas tomadas pelo governo estadunidense para a superação da crise, como a criação do TARP – Troubled Asset Relief Program para estabilizar o sistema financeiro do país¹²⁰, a crise de 2008 foi oficialmente declarada superada em junho de 2009 pela comissão NBER's Business Cycle Dating Committee do National Bureau of Economics Research, conforme narra CAMPOS (2010, p. 33)¹²¹.

Com o fim da recessão, o país se viu, mais de dez anos depois¹²², enfrentando outro desafio imposto pela pandemia de Covid-19. As consequências econômicas causadas pelo vírus, na visão de ASHFORD (2020, p. 4), podem se estender durante algum tempo mesmo após o fim da pandemia, como a falta de fornecedores de produtos, causando prateleiras vazias em lojas e supermercados, e o desemprego gerado pela vasta quantidade de estabelecimentos comerciais que encerraram seus negócios¹²³.

O mercado de ações nos Estados Unidos, no entanto, observou um aumento significativo em sua capitalização, como narram BOUHALI, DAHBANI e DINAR (2021, p. 200), devido às medidas de contingenciamento adotadas pelo governo – contrastando, nas

¹¹⁹ BIGING, Peter J., et al. Recent Developments Affecting Professionals', Officers', and Directors's Liability. Tort Trial & Insurance Practice Law Journal, vol. 46, n. 2, American Bar Association, p. 543-576, dez./fev. 2011.

¹²⁰ Saiba mais em: RICARDO, Javier. O Programa de Alívio de Ativos Problemáticos (TARP) salvou a economia?. Economia e Negócios, 2021. Disponível em: <https://economiaenegocios.com/o-programa-de-alivio-de-ativos-problematicos-tarp-salvou-a-economia/>. Acesso em: 06/02/2022.

¹²¹ CAMPOS, Catherine Fernandes de. A Crise do Subprime e seus efeitos sobre os Estados Unidos e reflexos no Brasil. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) - Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho. Araraquara, p. 33. 2010.

¹²² Segundo o El País, em Julho de 2019 os Estados Unidos completaram o maior período de expansão econômica desde a década de 1990, interrompido pela crise da bolha ponto com. Saiba mais em: Estados Unidos encadeiam o maior período de crescimento de sua história. El País, 2019. Disponível em: https://brasil.elpais.com/brasil/2019/06/15/economia/1560602434_147668.html. Acesso em: 06/02/2022.

¹²³ ASHFORD, Emma. The Aftermath: American Power after COVID-10. Istituto Affari Internazionali (IAI), 2020. Disponível em: < <https://www.jstor.org/stable/resrep27580>>. Acesso em: 06/02/2022.

palavras dos autores, com os índices negativos da macroeconomia¹²⁴. Como exemplo, SU (2020, p. 4) relata medidas regulatórias flexibilizadas pela SEC, como relaxamento nas regras de submissão de relatórios financeiros periódicos e dilação dos prazos¹²⁵.

Em contraste, os índices de inflação, a escassez de produtos e o desemprego atingiram níveis alarmantes. Segundo BARRÍA (2021), todos esses desafios desaceleram a retomada da economia norte-americana, que, conforme estatísticas do Federal Reserve (banco central nacional), estava prevista para ter um crescimento de 5,9% para o ano de 2021¹²⁶.

¹²⁴ BOUHALI, Hamza; DAHBANI, Ahmed; e DINAR, Brahim. COVID-10 impacts on financial markets: Takeaways from the third wave. *Russian Journal of Economics*, vol. 7, n. 3, p. 200-212. Dez. 2021.

¹²⁵ SU, Eva. COVID-19 and Stock Market Stress. HeinOnline, 2020. Disponível em: <<https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.crs/govctzv0001&i=4>>. Acesso em: 06/02/2022.

¹²⁶ BARRÍA, Cecília. O desafio triplo da economia dos EUA que ameaça retomada pós-pandemia. *BBC News Mundo*, 2021. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/internacional-58974918>>. Acesso em: 06/02/2022.

CAPÍTULO 3 - HISTÓRICO DO SEGURO D&O: DA CRIAÇÃO À POPULARIDADE

Como visto anteriormente neste estudo, os anos anteriores à Crise de 1929 foram marcados pela quase inexistência de regulações e previsões legislativas que versassem sobre a responsabilidade civil dos administradores e executivos de empresas, tampouco sobre as transações realizadas no âmbito do mercado de valores.

Não existia, portanto, uma demanda significativa de seguros D&O, simplesmente porque não havia uma previsão expressa legal acerca das indenizações devidas no âmbito do mercado, tanto pelas empresas aos seus diretores/administradores, quanto por estes a terceiros que fossem eventualmente lesados por atos de gestão. VIEIRA (2018, p. 25-26) elucida como se davam as práticas societárias de indenização à época:

“Antes da chegada do D&O aos EUA, vigorava a corporate indemnification. Esta prática societária consistia numa contribuição dada pela sociedade com vista a ressarcir os administradores das suas despesas decorrentes dos litígios inerentes ao exercício do cargo. Numa ótica económica, esta prática confere proteção ao administrador relativamente ao seu património, uma vez que o reembolsa dos montantes despendidos no litígio. Já numa ótica jurídica, limita-se apenas e exclusivamente aos danos causados pelo exercício do cargo, excluindo-se os danos causados pela sociedade ao administrador. Trata-se na verdade de um reembolso societário, uma obrigação da sociedade que pode ter como proveniência a lei, um negócio jurídico ou até mesmo uma decisão judicial.”¹²⁷

Com o advento da Crise de 1929 e as inovações legislativas e regulatórias que as sucederam, especialmente os *Securities Act* de 1933 e os *Securities Exchange Act* de 1934, bem como a criação da SEC, criava-se o precedente para a regulação do mercado financeiro e a responsabilização das empresas para com seus investidores e acionistas – permitindo, inclusive, o ajuizamento de ações civis por estes em face das companhias. Nesse contexto, a seguradora Lloyds of London inovou o mercado securitário com a criação de um seguro especificamente desenhado para proteger as empresas contra perdas financeiras advindas de pedidos de indenização.

Em sua fase inicial, a apólice de seguro D&O fornecida pela Lloyds of London era, em sua essência, “crua”, uma vez que, conforme também esclarece VIEIRA (2018, p. 21), a cobertura oferecida somente aplicava-se aos administradores quando da concretização de

¹²⁷ VIEIRA, Raquel José Pita. O Seguro de Responsabilidade Civil dos Administradores. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Escola de Lisboa. Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, maio 2018.

danos decorrentes de prática de atos de gestão ilícitos – o que posteriormente veio a ser conhecido como cobertura Side A¹²⁸.

Apesar de não ser uma modalidade securitária popular à época, o seguro de responsabilidade civil de administradores criado pela Lloyds of London pavimentou o caminho do que mais tarde possuiria popularidade tamanha que, segundo SABIA, RUDOW e DEMARTINI (2016, p. 9), até o começo dos anos 1970 já era contratado por aproximadamente 70% das empresas de capital aberto¹²⁹.

Foi somente a partir de 1960, no entanto, que a sua popularização realmente tomou destaque. Com a explosão dos índices de fusões e aquisições à época, também cresceu o número de litígios em face das corporações e seus diretores e executivos, como relata TAFFAE (2009)¹³⁰.

Conforme exposto anteriormente neste estudo, o aumento do número de ações judiciais em face de companhias e seus diretores e executivos reascendeu o debate acerca dos limites de sua responsabilização, levando à criação de diversas leis estaduais que passaram a delimitar o tema. Nas palavras de BAKER e GRIFFITH (2007, p. 498), apesar de inicialmente a legislação não deixar claro acerca da possibilidade de uma empresa reembolsar, através de seguro, seus diretores e executivos por perdas que a corporação não poderia, em nome próprio, indenizar, “[...] *the question was settled when state legislatures enacted statutes expressly permitting D&O insurance regardless of whether the loss was one that the Corporation itself could indemnify*”¹³¹.

Talvez um dos mais importante marcos da época, o *Delaware Statute* de 1967 permitiu expressamente a compra de seguros de responsabilidade civil de administradores. Segundo relata JOHNSTON (1978, p. 1999), a previsão legal “*provides that the Corporation*

¹²⁸ Ibidem.

¹²⁹ SABIA, Brian; RUDOW, Catherine; e DEMARTINI, Nicholas. D&O What to Know. PartnerRe, 2016. Disponível em: <[¹³⁰ TAFFAE, Op. Cit.](https://partnerre.com/opinions_research/do-what-to-know/#:~:text=This%20paper%20provides%20an%20historical.coverage%20features%20of%20D%26O%20insurance.>”. Acesso em: 07/02/2022.</p></div><div data-bbox=)

¹³¹ Tradução livre: “[...] *a questão foi resolvida quando as legislaturas estaduais promulgaram leis permitindo expressamente o seguro D&O, independentemente de a perda ser uma que a própria Corporação pudesse indenizar*”. BAKER, Tom; e GRIFFITH, Sean J. Predicting Corporate Governance Risk: Evidence from the Directors' & Officers' Liability Insurance Market. University of Chicago Law Review, vol. 74, n. 2, p. 498, 2007. Disponível em: <

*shall have power to purchase insurance on behalf of any director or officer 'whether or not the corporation would have the power to indemnify him against such liability' under section 145*¹³².

Foi nesse contexto histórico-legislativo que as seguradoras passaram a fornecer em suas apólices a cobertura hoje denominada como Side B. Expõe TAFFAE (2009) que a nova forma de apólice aperfeiçoada de D&O era, na realidade, composta por duas apólices grampeadas e idênticas em suas redações, à exceção do clausulado: enquanto uma fornecia proteção financeira pessoal aos diretores e executivos da empresa quanto esta não pudesse indenizá-los (a “Side A”), a outra previa o reembolso da corporação quando esta desembolsava recursos para indenizar seus diretores e executivos por reclamações em face deles¹³³.

O mercado, no entanto, encontrou uma barreira causada pela crise de responsabilidade civil, iniciada por volta de 1985. Nas palavras de MALLEEN e EVANS (1987, p. 439), apesar de ter afetado o ramo securitário da responsabilidade civil num geral, a habilidade dos consumidores de obterem um seguro D&O à época foi profundamente afetada.¹³⁴

O período de *hard market* reduziu significativamente a quantidade de coberturas oferecidas, e os prêmios estavam mais altos do que nunca. Segundo ROMANO (1988, p. 67), o ápice da crise gerou um número crescente de demissão de diretores e administradores de empresas, ou de recusa em ocupar os cargos, uma vez que as corporações se encontravam incapacitadas de contratar seguros D&O. A autora atribui a crise ao aumento de ações judiciais distribuídas em face de diretores e administradores¹³⁵.

Seguindo o fluxo, e após se recompor do impacto negativo causado pela crise de responsabilidade civil de meados de 1980, o mercado de D&O encontrou novamente um ciclo de *soft market* na década de 1990. Com a expansão econômica causada pelo *boom* do Tech

¹³² Tradução livre: “*estabelece que a Corporação terá o poder de comprar seguro em nome de qualquer conselheiro ou diretor 'quer a corporação tenha ou não o poder de indenizá-lo contra tal responsabilidade' sob a seção 145*”. JOHNSTON, Op. Cit., p. 1999.

¹³³ TAFFAE, Op. Cit.

¹³⁴ MALLEEN, Ronald E.; e EVANS, David W. Surviving the Directors and Officers Liability Crisis: Insurance and the Alternatives. Delaware Journal of Corporate Law, vol. 12, n. 2, p. 439-472, 1987.

¹³⁵ ROMANO, Roberta. Directors' and Officers' Liability Insurance: What Went Wrong? Proceedings of the Academy of Political Science, vol. 37, n. 1, p. 67-80, 1988. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1174054>. Acesso em: 09/02/2022.

IPO, e as restrições nos clausulados das apólices que permitiram a diminuição do prêmio, o mercado de D&O encontrou novamente uma fase de desenvoltura.

Simultaneamente, a multiplicação dos números de *class actions* ajuizadas em face de diretores e executivos causava uma complicação ao ramo de D&O. Conforme relata ABRAHAM (2010, p. 365), um vasto número dessas ações não chegava a julgamento, sendo comum o firmamento de acordos bilionários, uma vez que as cifras atribuídas ao valor da causa geralmente tornavam o risco excessivo demais para as partes¹³⁶.

Soma-se a isto a dificuldade que as seguradoras possuíam de alocar os acordos dentro de uma cobertura específica, uma vez que as Side A e Side B, até aquele momento, só poderiam cobrir perdas financeiras diretamente dos administradores e executivos ou o reembolso aos gastos das empresas com indenizações de seus D&Os.

Esse obstáculo da alocação de cobertura, nas palavras de MAISTER e SCHULZ (2008, p. 35), contribuiu para o crescente número de casos em que houve a limitação da capacidade de uma seguradora de alocar perdas para a corporação não coberta¹³⁷, o que gerou mais disputas judiciais, dessa vez em face das próprias seguradoras pelos tomadores que buscavam indenização pelos acordos em *class actions* que realizavam.

Dentre os casos, talvez o mais célere seja, até hoje, a ação *Nordstrom v. Chubb*, originada, conforme explicam SABIA, RUDOW e DEMARTINI (2016, p. 14-15), por uma denúncia em face da Nordstrom, Inc. de violação às leis salariais que se provou verdadeira e causou uma queda de 10% nas ações da empresa na Bolsa¹³⁸. A Nordstrom, por sua vez, era a tomadora de uma apólice de D&O cuja seguradora era a Chubb Insurance Company.

Ocorre que, dos US\$7.5 milhões totais do acordo firmado pela Nordstrom na ação subjacente, a Chubb comprometeu-se a pagar somente metade, uma vez que entendeu pela responsabilidade direta da empresa em pelo menos metade dos danos – não possuindo, à época, previsão na apólice para coberturas deste tipo. SABIA, RUDOU e DEMARTINI

¹³⁶ ABRAHAM, Kenneth S. Lessons Learned from the History of Corporate Liability Insurance in the United States. *The Geneva Papers*, vol. 35, n. 3, p. 364-368, jun. 2010. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/41953084>>. Acesso em: 08/02/2022.

¹³⁷ MAISTER, Marc S.; e SCHULZ, Harry J. In *Vogue: A-Side DIC D&O Insurance Coverage*. New Appleman on Insurance, p. 33-49, dez. 2008.

¹³⁸ SABIA, RUDOW e DEMARTINI. Op. Cit., p. 14-15.

evidenciam de que forma esse entendimento afetou a estrutura das apólices de seguro D&O, com a criação da cobertura Side C:

“The controlling language in Nordstrom’s D&O policy stated “...pay on behalf of the Insured Organization all Loss (emphasis added) for which the Insured Organization grants indemnification for each Insured Person...”²⁹ Nordstrom contended that based on this language, they should be indemnified for the full amount that they had become legally obligated to pay. The ultimate outcome of the Nordstrom decision was two-fold: 1) that, barring a formula for allocation in the controlling D&O policy, defendants could not rely on “larger benefit” or “reasonably related” as an allocation basis, and 2) insurers began to introduce Entity coverage in D&O policies, commonly known as Side C”¹³⁹

Com o advento do *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995, que limitou as possibilidades de admissão das *class actions*, o setor do D&O conseguiu novamente se reestabelecer no mercado após o controle do ajuizamento de litígios.

Porém, um novo revés surgiu do caso para este mercado. Ao final da década de 1990 e com o início dos anos 2000, os Estados Unidos, como já demonstrado, se viu numa onda de escândalos corporativos que, por si só, geravam acordos de cifras bilionárias – este era o método que as empresas utilizavam para evitarem o risco de ir em Juízo.

Com prêmios baixos causados pelo *soft market* dos anos 1990 e com a possibilidade mais ampla de cobertura – visto que, no início dos clausulados de Side C, a linguagem utilizada pela apólice era mais ampla e oferecia cobertura para qualquer litígio derivado de valores mobiliários -, as seguradoras passaram a arcar com os custos destes acordos bilionários. LARKIM e CASSCLES (2003, p. 7) explicam que, a curto prazo, as seguradoras à época precisaram compensar o risco por meio do aumento do preço dos prêmios e restringir as subscrições para se manterem no mercado: “*Insurers clearly have a financial stake in ensuring that corporate practices are legally conducted and that conflict-of-interest activities are minimized*”.¹⁴⁰

¹³⁹ Em tradução livre: “A linguagem de controle na política de D&O da Nordstrom declarava “...pagar em nome da Organização Segurada todas as Perdas (grifo nosso) pelas quais a Organização Segurada concede indenização para cada Pessoa Segurada...”²⁹ A Nordstrom argumentou que, com base nessa linguagem, eles deveriam ser indenizados por o valor total que eles se tornaram legalmente obrigados a pagar. O resultado final da decisão da Nordstrom foi duplo: 1) que, exceto uma fórmula para alocação na política de controle de D&O, os réus não poderiam contar com “benefício maior” ou “razoavelmente relacionado” como base de alocação, e 2) seguradoras começou a introduzir a cobertura de Entidade nas políticas de D&O, comumente conhecidas como Side C”. Ibidem.

¹⁴⁰ Em tradução livre: “As seguradoras claramente têm interesse financeiro em garantir que as práticas corporativas sejam legalmente conduzidas e que as atividades de conflito de interesses sejam minimizadas.”. LARKIN, William J.; e CASSCLES, J. Stephen. How the Recent Corporate Governance and Financial Scandals

O ciclo de *hard market* criado pelos escândalos de fraudes financeiras foi parcialmente mitigado com a aprovação da Lei Sarbanes-Oxley, de 2002, que, adotando medidas duras de fiscalização das empresas de capital aberto, como a requisição de auditorias anuais, forneceu ao mercado D&O uma melhor perspectiva ao analisar a subscrição de riscos das empresas e melhor quantificação dos prêmios. Em adição, a alteração na redação das apólices e restrição de aplicação das cláusulas Side C, incluindo-se, por exemplo, a previsão de cobertura somente para danos derivados de um “*corporate act*”¹⁴¹, permitiu um novo ciclo de *soft market*. Explica DAHLAN (2019, p. 7):

“The hard market occurred when corporations were first shocked by the scandals and the new policy, causing an uptick in demand and higher premiums. Then, as more insurers took advantage of the demand and created a more competitive landscape, coverage increased and premiums decreased.”¹⁴²

O novo ciclo foi rapidamente interrompido pela crise mundial do *Subprime*, em 2008. Na visão de MAROVIC, NJEGOMIR e MAKSIMOVIC (2010, p. 131-132) o impacto da crise sobre o mercado de seguros D&O em específico ocorreu a longo prazo, uma vez que, pelas perdas financeiras causadas aos investidores, as empresas seguradas por apólices D&O expuseram-se ao alto risco de ações judiciais por motivos como informações inadequadas sobre os seus balanços financeiros ou sobre as exposições totais de risco, e gestão indevida de carteira de investimentos¹⁴³.

May Affect the Debate on the Future of the State Regulation of Insurance. *Journal of Insurance Regulation*, vol. 21, n. 4, p. 3-19, jun./ago. 2003.

¹⁴¹ “A ‘Corporate Act’ is typically defined as an alleged error or omission, misstatement, misleading statement, neglect, or breach of duty by the Company arising from or in consequence of a Securities Law Violation”. Em tradução livre: “Um ‘Ato Corporativo’ é normalmente definido como um suposto erro ou omissão, distorção, declaração enganosa, negligência ou violação de dever pela Empresa decorrente ou em consequência de uma violação da Lei de Valores Mobiliários”. SABIA, RUDOW e DEMARTINI. Op. Cit., p. 16.

¹⁴² Em tradução livre: “O *hard market* ocorreu quando as corporações ficaram chocadas com os escândalos e a nova política, causando um aumento na demanda e prêmios mais altos. Então, à medida que mais seguradoras aproveitaram a demanda e criaram um cenário mais competitivo, a cobertura aumentou e os prêmios diminuiram”. DAHLAN, Alia Kartika. *The Environment for Directors’ and Officers’ Liability: Evidence from 2009 to present*. Tese (Bacharelado em *Science Business Administration*) – Department of Finance, Banking, and Insurance, Appalachian State University. North Carolina, p. 7. 2019.

¹⁴³ MAROVIC, Boris; NJEGOMIR, Vladimir; e MAKSIMOVIC, Rado. *The Implications of the Financial Crisis to the Insurance Industry – Global and Regional Perspective*. *Economic-Research-Ekonomska Istrazivanja*, vol. 23, n. 2, p. 127-141, nov. 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/1331677X.2010.11517417>. Acesso em: 09/02/2022.

De fato, conforme divulgado pela agência de notícias norte-americana CNBC (2008), os pagamentos feitos a título de indenização securitária subiram para aproximadamente US\$3.6 bilhões nos anos de 2007 e 2008¹⁴⁴.

Com o advento da promulgação do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, o mercado D&O precisou se adaptar às disposições da inovação legislativa que deixavam dúvidas acerca de coberturas específicas, como a previsão de recompensação de *whistleblowers* e as Seções 951 e 953, que, como explica Wilson Elser (2010), previa a recuperação (chamada de *clawback*), pelas empresas, da remuneração baseada em incentivos recebida por qualquer diretor com base em demonstrações financeiras errôneas da corporação – o portal de notícias deixa claro que a disposição aplica-se apenas ao excesso de remuneração que o executivo tenha recebido devido às falsas finanças¹⁴⁵.

As provisões legais, como pode se observar pelos exemplos colacionados, aumentaram exponencialmente o risco de responsabilização de administradores e executivos. Apesar da alta nos preços de prêmios causados pela crise do *subprime*, a promulgação do *Dodd-Frank Act* auxiliou na estabilização do mercado, uma vez que, com a expansividade das possibilidades de responsabilização de diretores, executivos e empresas, a procura pelo seguro também cresceu significativamente.

Segundo informado o *Insurance Journal* (2009), o *Aon Corp.'s U.S. Q3 '09 Quarterly Market Overview* – um relatório de previsão de estatísticas para o mercado de seguros, feito pela seguradora Aon¹⁴⁶ – previu para 2010 a regulação dos preços para seguros D&O oferecidos no mercado, influenciada pela entrada de novos subscritores e pela recuperação das operadoras de seguros, anteriormente enfraquecidas pela economia¹⁴⁷.

Com o aumento da competitividade e da demanda no setor, o mercado securitário de D&O permaneceu razoavelmente estável. A partir da pandemia de Covid-19 declarada pela Organização Mundial de Saúde (OMS), no entanto, essa tendência tende a mudar.

¹⁴⁴ D&O Insurers Take Hit From Subprime Payouts. CNBC, 2008. Disponível em: <<https://www.cnn.com/2008/02/12/do-insurers-take-hit-from-subprime-payouts.html>>. Acesso em: 09/02/2022.

¹⁴⁵ Impact of Dodd-Frank Act on D&O Liability: Corporate Governance, Compensation, Claw-Backs and More. Wilson Elser, 2010. Disponível em: https://www.wilsonelser.com/news_and_insights/insights/796-impact-of-dodd-frank-act-on-d-o-liability-corporate. Acesso em: 10/02/2022.

¹⁴⁶ Saiba mais em: <http://aon.com/quarterlymarketoverview>.

¹⁴⁷ AON: P/C Market and D&O Market to Further Stabilize in 2010. *Insurance Journal*, 2009. Disponível em: <https://www.insurancejournal.com/news/national/2009/12/10/105915.htm>. Acesso em: 10/02/2022.

Não há, até o momento, um consenso sobre os impactos da pandemia de Covid-19 sobre a contratação das apólices de D&O, principalmente porque as consequências advindas do evento são de longo prazo. Uma das mudanças que já podem ser observadas a olho nu, por exemplo, é a oferta pelas seguradoras de coberturas adicionais para pandemias e epidemias – eventos que, segundo MENEZES (2020, p. 62), constituíam-se na grande maioria das apólices como riscos excluídos¹⁴⁸.

Na visão de JONES, MATHIS e HUGGINS (2020, p. 1-2), a pandemia traz problemas advindos do fechamento de estabelecimentos comerciais, alegações sobre descumprimento de medidas sanitárias, divulgações inadequadas nas vendas de títulos, falhas financeiras e rescisão de contratos de trabalho impactam diretamente no mercado do D&O¹⁴⁹. Os autores concluem que esses problemas provavelmente causarão um aumento de reclamações no contexto do Covid-19, podendo gerar uma nova época de adaptação das apólices para atenderem à nova demanda do mercado.

¹⁴⁸ MENEZES, Nathália Rodrigues Bittencourt M. O. de. COVID-19 e os contratos de seguro D&O: os impactos possíveis. Rio de Janeiro: Revista Jurídica de Seguros, n. 12, p. 52-64, maio. 2020.

¹⁴⁹ JONES, Charles T.; MATHIS, Jennifer; e HUGGINS, Michael. D&O Liability Coverage for COVID-19 Issues. MEALEY'S Emerging Insurance Disputes, vol. 25, n. 9, p. 1-9, maio. 2020.

CAPÍTULO 4 - ANÁLISE DOS CICLOS DE CONTRATAÇÃO DO D&O

Até o momento, pode-se perceber que os ciclos de *hard market* e *soft market* do mercado de D&O estão diretamente relacionados ao contexto histórico-econômico ao qual se inserem, uma vez que as principais alterações no setor coincidem com a ocorrência de marcos regulatórios e financeiros. Não há, no entanto, uma vastidão de estudos que analisem o padrão comportamental do D&O para compreender de que forma essas alterações ocorrem, pelo que se faz o objeto da presente análise.

Primeiramente, é preciso esclarecer que o mercado de seguros, não só o ramo específico de D&O, desde o início da era Moderna foi afetado pelos ciclos econômicos mundiais. Na visão de BALUCH, MUTENGA e PARSONS (2011, p. 126), a reação é consequência direta da tendência atual de desmonte das barreiras que separam seguros, bancos, e outros setores financeiros, resultando numa maior influência entre suas atividades – ao movimento, os autores dão o nome de *bancassurance*¹⁵⁰. Ainda segundo a explicação dos autores, as consequências do fenômeno não se configuram como estáveis em todos os ramos de seguros, uma vez que, por exemplo, uma crise de valores mobiliários pode afetar o risco no ramo de D&O ao mesmo tempo em que não afeta de forma significativa o ramo de seguros de vida.

Passando ao plano do seguro de responsabilidade civil de administradores e executivos, conforme já explicado, o cálculo de preços das apólices oferecidas no mercado é feito pelo que os especialistas chamam de subscrição de risco – a previsão de possibilidade do risco segurado pela apólice se concretizar, gerando uma indenização paga pela seguradora.

Segundo narrado por BAKER e GRIFFITH (2007, p. 489-490), as seguradoras definem o preço das apólices baseadas no risco imposto pela corporação que pretende ser segurada, analisando, por exemplo, o nível de adoção de governança corporativa que tais companhias adotam e o mérito em litígios derivados de práticas societárias e valores mobiliários em que figuram como rés¹⁵¹.

¹⁵⁰ BALUCH, Faisal; MUTENGA, Stanley; e PARSONS, Chris. Insurance, Systemic Risk and the Financial Crisis. The Geneva Papers, v. 36, n. 1, p. 126-163, jan. 2011.

¹⁵¹ BAKER e GRIFFITH, Op. Cit., p. 489-490.

O risco, portanto, é o fator essencial que determina o comportamento do seguro no mercado e os ciclos pelos quais ele passa: enquanto em períodos estáveis de economia, sem a ocorrência de eventos de perda relevantes, o padrão é a entrada de novos subscritores no mercado, aumentando a competitividade e baixando os preços de prêmios (dada a ausência de risco latente), em um contexto de grande turbulência os prêmios tendem a aumentar exponencialmente, a oferta ao mercado diminui e as coberturas são mais restritas. Os dois comportamentos são chamados, respectivamente, de *soft market* e *hard market*, como já exposto neste estudo.

FITZPATRICK (2005, p. 27 apud RUBIN, 1995) descreve os ciclos do ramo de seguros de responsabilidade civil, de forma geral, como uma “*tendency of property and liability insurance premiums, insurers profits, and availability of coverage to rise and fall with some regularity over time*”¹⁵². Em mesmo sentido, porém com maior especificação para o ramo do D&O, DAHLAN (2019, p. 5) complementa:

“The property-casualty insurance market, of which D&O insurance is a part, runs in cycles rather than in a consistently balanced state. Key indicators include premium levels and capacity. The cycle for a line of insurance business (such as D&O Liability Insurance) typically begins in an environment of conservative premium levels and capacity, with few insurers willing to write policies (low capacity) and high, relatively non-negotiable pricing (high premium levels). If under these arrangements, the line of business proves profitable, capacity may rise and prices may fall. In the absence of major loss events, additional insurers likely enter the market, putting downward pressure on prices and liberalizing contract terms.”¹⁵³

TRAUTMAN e ALTENBAUMER (2012, p. 345, apud BAKER e SIEGELMAN) notam, inclusive, que a tendência a explorar os ciclos econômicos que compõem o setor do D&O teve início com o advento da crise de responsabilidade civil da década de 1980¹⁵⁴. Vê-

¹⁵² Em tradução livre: “[os ciclos são uma] *tendência dos prêmios de seguro de propriedade e responsabilidade, lucros das seguradoras e disponibilidade de cobertura para aumentar e diminuir com alguma regularidade ao longo do tempo*”. FITZPATRICK, Sean M. Fear is the key – Explaining Insurance Underwriting Cycles, vol. 34, n. 4, p. 27-40, jun./ago. 2005.

¹⁵³ Em tradução livre: “*O mercado de seguros patrimoniais, do qual o seguro D&O faz parte, funciona em ciclos e não em um estado consistentemente equilibrado. Os principais indicadores incluem níveis premium e capacidade. O ciclo para uma linha de negócios de seguros (como D&O Liability Insurance) normalmente começa em um ambiente de níveis e capacidade de prêmios conservadores, com poucas seguradoras dispostas a emitir apólices (baixa capacidade) e preços altos e relativamente inegociáveis (altos níveis de prêmios). Se sob esses acordos, a linha de negócios for lucrativa, a capacidade pode aumentar e os preços podem cair. Na ausência de grandes eventos de perda, seguradoras adicionais provavelmente entrarão no mercado, pressionando os preços para baixo e liberando os termos dos contratos*”. DAHLAN, Op. Cit., p. 5.

¹⁵⁴ TRAUTMAN, Lawrence J.; e ALTENBAUMER-PRICE, Kara. D&O Insurance: A Primer. American University Business Law Review, vol. 1, n. 2, p. 337-367, dez./jan. 2011/2012.

se, portanto, que compreender o comportamento do mercado é essencial para entender de que forma futuras crises financeiras e eventos de perda massiva, como, por exemplo, a pandemia de Covid-19, podem afetar o ramo securitário e possibilitam uma maior preparação e a tomada de medidas constritivas pelas seguradoras para evitarem maiores prejuízos.

LEAVITT (1987, p. 921) narra o que se sucedeu no período com o mercado do D&O, que enfrentou, à época, uma de suas maiores crises desde então:

“When the prime interest rate reached a high of 21.5% in 1981, the commercial insurance industry enjoyed a very profitable investment experience. In such a cycle, insurers sought to attract premium income by writing liability policies at rates so low as to guarantee an underwriting loss. For several years, businesses actually saw a decline in their insurance premium notwithstanding a high inflation rate. Insurers minimized underwriting their risks by obtaining reinsurance. When the inflation rate fell, underwriting losses rose faster than investment income and the insurance companies were caught on short. At the same time, foreign reinsurers withdrew from the market leaving American insurers to handle the losses. In 1984, underwriting losses exceeded investment income, and insurers suffered an overall pre-tax loss of \$3.8 billion. In 1985, those losses increased.”¹⁵⁵

Observa-se, portanto, um exemplo claro de troca de ciclos de *soft* e *hard market* à época. Enquanto o mercado parecia promissor, a competitividade causou uma baixa de preços nos prêmios tamanha que, quando se atingiu o ápice da crise, os valores pagos pelos segurados não cobriam os riscos assumidos pela seguradora.

Os autores BALUCH, MUTENGA e PARSONS (2011, p. 130) expõem, ainda, a correlação entre as recessões financeiras, os aumentos de litígios que versam sobre a responsabilidade civil e a influência que ambos possuem sobre o ramo de D&O: em períodos de crise econômica, é comum que as pessoas e empresas afetadas financeiramente procurem alguém para culparem pelas perdas que obtiveram.

¹⁵⁵ Em tradução livre: “Quando a taxa básica de juros atingiu um máximo de 21,5% em 1981, a indústria de seguros comerciais desfrutou de uma experiência de investimento muito lucrativa. Nesse ciclo, as seguradoras buscavam atrair receitas de prêmios, subscrevendo apólices de responsabilidade a taxas tão baixas que garantissem uma perda de subscrição. Por vários anos, as empresas realmente viram um declínio em seus prêmios de seguro, apesar de uma alta taxa de inflação. As seguradoras minimizaram a subscrição de seus riscos obtendo resseguro. Quando a taxa de inflação caiu, as perdas de subscrição aumentaram mais rapidamente do que as receitas de investimento e as companhias de seguros foram pegas de surpresa. Ao mesmo tempo, as resseguradoras estrangeiras se retiraram do mercado deixando as seguradoras americanas para lidar com as perdas. Em 1984, as perdas de subscrição excederam a receita de investimentos e as seguradoras sofreram uma perda total antes dos impostos de US\$ 3,8 bilhões. Em 1985, essas perdas aumentaram”. LEAVITT, Op. Cit., p. 921.

Ainda na visão dos autores, o setor, no entanto, lida com riscos denominados “*long-tail*”, uma vez que ações ajuizadas em tempos de crise se estendem por alguns anos até se encerrarem com um acordo ou sentença judicial – esticando, portanto, o período em que a seguradora precisará lidar com aquele risco¹⁵⁶. Em mesma direção, VAN FOSSEN (2002, p. 506) versa que, em seguros de responsabilidade civil, os ciclos do mercado são mais pronunciados exatamente por esta característica de lidarem com riscos a longo prazo:

“The underwriting cycle is most pronounced in liability insurance because investment income is more substantial and projected over a longer time for this kind of insurance, where claim development and resolution forecast to come over a more extended period than for Other types of insurance”¹⁵⁷

Percebe-se, portanto, que períodos de recessão econômica afetam negativamente e a longo prazo o setor de seguros D&O, uma vez que influenciam diretamente uma subscrição de maior risco e esta, por sua vez, causa um aumento do preço de prêmios, dando origem à uma certa dificuldade em períodos de crise na contratação de apólices do ramo.

Simultaneamente, as crises financeiras, por sua vez, possuem intrínseca relação com o padrão comportamental das autoridades norte-americanas de tentarem, através da compreensão das origens das recessões, renovar as legislações e as disposições regulatórias para inibir o padrão de conduta de empresas e administradores que as causaram em primeiro lugar.

Tem-se que, ao mesmo tempo em que as recessões são a causa dos períodos de *hard market* do D&O, devido ao aumento do risco subscrito pelas seguradoras, as leis e regulamentações que as sucedem possuem o arquétipo de expandirem as restrições em face de corporações, administradores e executivos, buscando, através das sanções e exigências como a submissão de auditorias anuais, inibir a conduta arriscada e potencialmente lesiva daqueles que, apesar de serem afetados diretamente pelas crises, as dão origem.

¹⁵⁶ BALUCH, MUTENGA e PARSONS, Op. Cit., p. 130.

¹⁵⁷ Em tradução livre: “O ciclo de subscrição é mais pronunciado no seguro de responsabilidade porque o rendimento do investimento é mais substancial e projetado em um período mais longo para este tipo de seguro, onde o desenvolvimento e a resolução de sinistros se prevêm em um período mais longo do que para outros tipos de Seguro”. VAN FOSSEN, Anthony B. Risk Havens: Offshore Financial Centres, Insurance Cycles, the Litigation Explosion and a Social Democratic Alternative. Social & Legal Studies, vol. 11, n. 4, p. 503-522, dez. 2002.

Com o aumento das possibilidades de responsabilização pessoal de administradores e executivos, portanto, a procura pelo ramo do D&O para a proteção, pelas seguradoras, dos atos de gestão que necessitam serem praticados no ambiente corporativo, cresce a partir do aumento do risco inerente à essa atividade, originado pelas novas regras de supervisão e sancionamento – reiniciando-se o ciclo para um *soft market* impulsionado pela procura do seguro.

CONCLUSÃO

O presente trabalho de monografia dedicou-se a analisar a correlação entre os ciclos econômicos capitalistas norte-americanos, os marcos regulatórios e legislativos que os sucederam, a evolução do seguro de responsabilidade civil de administradores no país e os ciclos de mercado que os compõem, possibilitando uma análise sobre o comportamento do setor nos Estados Unidos.

Num primeiro momento, fez-se basilar a exposição dos principais elementos componentes dos seguros de responsabilidade civil em geral, para a compreensão dos termos utilizados pela indústria, a forma com que os riscos são subscritos e calculados, e, ainda, realizando-se uma diferenciação entre as partes integrantes do contrato num contexto geral e a diferenciação dentre a forma que o seguro D&O funciona.

Após, foi realizada uma análise aprofundada sobre os ciclos econômicos que compuseram a história dos Estados Unidos, percebendo-se que, apesar de ser a maior hegemonia política e econômica do mundo, o país enfrenta, periodicamente, períodos de recessão econômica geralmente causados pelo comportamento errôneo do mercado.

Viu-se, ainda, que os períodos de recessão geralmente precedem uma série de atos legislativos e marcos regulatórios, sancionados pelas autoridades norte-americanas, que visam, a partir da compreensão da origem da crise, controlar a conduta que deu origem à crise, de modo que a história proporcionou uma evolução cada vez mais restrita quanto aos critérios de responsabilização pessoal de administradores de empresas.

Após, foram analisados os marcos evolutivos na história do ramo do seguro de responsabilidade civil de administradores nos Estados Unidos, desde o seu surgimento no advento da crise de 1929, perpassando por sua popularização e momentos de *soft* e *hard market*, até o momento atual trazido pela pandemia de Covid-19, cercado pela incerteza acerca da forma que irá afetar o comportamento do mercado, uma vez que os riscos assumidos pelas seguradoras na subscrição de seguros D&O é, essencialmente, a longo prazo.

Por fim, o estudo se dedicou a analisar de que forma se correlacionam o contexto histórico-econômico marcado por crises e recessões econômicas e a movimentação dos ciclos

do ramo D&O, influenciados, também, pelas alterações legislativas trazidas pelas autoridades norte-americanas como ferramenta de prevenção do surgimento de novas recessões.

Conclui-se que enquanto os períodos de *hard market* do D&O são diretamente ligados às recessões, uma vez que a subscrição de riscos pelas seguradoras chega a níveis insustentáveis para o mercado, os períodos de *soft market* são influenciados pelos marcos legislativos originados a partir das crises, tendo em vista que o padrão de amplificação das possibilidades de responsabilização pessoal de administradores e empresas levam os consumidores a buscarem o seguro D&O como forma de garantir a prática de seus atos de gestão no ambiente corporativo, bem como permitem a adaptação das apólices disponíveis no mercado à nova medida de subscrição do risco.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAHAM, Kenneth S. **Lessons Learned from the History of Corporate Liability Insurance in the United States**. The Geneva Papers, vol. 35, n. 3, p. 364-368, jun. 2010. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/41953084>>. Acesso em: 08/02/2022.

ACKERMAN, Joshua Phares. **A Common Law Approach to D&O Insurance “In Fact” Exclusion Disputes**. The University of Chicago Law Review, Chicago, vol. 79, n. 4, p. 1429-1466, nov. 2012. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol79/iss4/4>. Acesso em 30/01/2022.

AGGIO, Rafael. **Lei Sarbanes-Oxley e suas Implicações**. TCC (Especialização MBA em Auditoria Integral) – Universidade Federal do Paraná. Curitiba, p. 31-32, 2008.

ALMEIDA, André et. al. **Mecanismos legais de proteção a investidores no mercado de capitais dos EUA**. Migalhas, 2013. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/184530/mecanismos-legais-de-protecao-a-investidores-no-mercado-de-capitais-dos-eua>. Acesso em: 30/01/2022.

ALMEIDA, André; e YOSHIDA, Natalie. **O caso Petrobras e os procedimentos das class actions**. Migalhas, 2015. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/215368/o-caso-petrobras-e-os-procedimentos-das-class-actions>. Acesso em: 05/02/2022.

AON: P/C Market and D&O Market to Further Stabilize in 2010. Insurance Journal, 2009. Disponível em: <https://www.insurancejournal.com/news/national/2009/12/10/105915.htm>. Acesso em: 10/02/2022.

ASHFORD, Emma. **The Aftermath: American Power after COVID-10**. Istituto Affari Internazionali (IAI), 2020. Disponível em: < <https://www.jstor.org/stable/resrep27580>>. Acesso em: 06/02/2022.

BAILY, Martin Neil; KLEIN, Aaron; e SCHARDIN, Justin. **The Impact of the Dodd-Frank Act on Financial Stability and Economic Growth**. RSF: The Russell Sage Foundation of the Social Sciences, vol. 3, n. 1, p. 20-47, jan. 2017.

BAKER, Tom; e GRIFFITH, Sean J. **Predicting Corporate Governance Risk: Evidence from the Directors' & Officers' Liability Insurance Market**. University of Chicago Law Review, vol. 74, n. 2, 2007. Disponível em: <<https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol74/iss2/3/>>. Acesso em 25/01/2022.

BALUCH, Faisal; MUTENGA, Stanley; e PARSONS, Chris. **Insurance, Systemic Risk and the Financial Crisis**. The Geneva Papers, v. 36, n. 1, p. 126-163, jan. 2011.

BARRÍA, Cecília. **O desafio triplo da economia dos EUA que ameaça retomada pós-pandemia**. BBC News Mundo, 2021. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/internacional-58974918>>. Acesso em: 06/02/2022.

BARROS, Luciano Alencar. **O fim político da “Era de Ouro” nos Estados Unidos**. Leituras de Economia Política, Campinas, ed. 30, p. 23-34, jun. 2020.

Berkley International Seguros Brasil. **Seguro de Responsabilidade Civil Profissional – D&O, Condições Gerais**, dez. 2019. Disponível em: <<https://www.berkley.com.br/institucional/files/documents/bb7040c44f5db566ac8e6be24cd96719.pdf>>. Acesso em 25/01/2022.

BIGING, Peter J., et al. **Recent Developments Affecting Professionals’, Officers’, and Directors’s Liability**. Tort Trial & Insurance Practice Law Journal, vol. 46, n. 2, American Bar Association, p. 543-576, dez./fev. 2011.

BLACK, Bernard; CHEFFINS, Brian; e KLAUSNER, Michael. **Outside Director Liability**. Stanford Law Review, vol. 58, n. 4, p. 1055-1159, fev. 2006.

Bolha da internet: entenda o que motivou a bolha ponto com nos anos 2000 e as lições que ficaram. Warren Magazine, 2021. Disponível em: <https://warren.com.br/magazine/bolha-da-internet/>. Acesso em: 05/02/2022.

BONOTTO, Pietro Vinicius. **As fraudes contábeis da Enron e WorldCom e seus efeitos nos Estados Unidos**. TCC (Graduação em Ciências Contábeis) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, p. 15, 2010.

BOUHALI, Hamza; DAHBANI, Ahmed; e DINAR, Brahim. **COVID-10 impacts on financial markets: Takeaways from the third wave**. Russian Journal of Economics, vol. 7, n. 3, p. 200-212. Dez. 2021.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. 8, p. 1-74, 11 jan. 2002.

BREGMAN, Bob e JORDAN, Sean. **20 ways to improve directors and officers liability coverage or practices**. IRMI D&O compass. Mar. 2017, p. 11. Disponível em <<https://www.irmi.com/free-newsletters/d-o-compass/>>. Acesso em 31/01/2022.

CAMPOS, Catherine Fernandes de. **A Crise do Subprime e seus efeitos sobre os Estados Unidos e reflexos no Brasil**. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) - Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho. Araraquara, p. 33. 2010.

CARA, Marília de. **A aplicabilidade do Seguro de Responsabilidade Civil de Administradores e Diretores no Âmbito da Administração das Companhias**. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, p. 44. 2013.

Cash Out Merger: Everything You Need to Know. Upcounsel, c2022. Disponível em: <<https://www.upcounsel.com/cash-out-merger>>. Acesso em: 09/02/2022.

CHEEK, James H. III. **Control of Corporate Indemnification: A Proposed Statute**. Vanderbilt Law Review, vol. 22, n. 2, p. 255-292, mar. 1969. HeinOnline.

CHEN, James. **Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA)**. Investopedia, 2020. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/p/pslra.asp>. Acesso em 05/02/2022.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, vol. 2. 8. ed. rev. e atual. 2003.

COGGIOLA, Osvaldo. **A Crise de 1929 e a Grande Depressão da Década de 1930**. AcademyEdu, 2015. Disponível em https://www.academia.edu/8568795/A_crise_de_1929_e_a_grande_depress%C3%A3o. Acesso em 30/01/2022.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Ofertas Públicas**. Portal do Investidor [s/d]. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html. Acesso em 30/01/2022.

Como se formam as bolhas financeiras. Forbes, 2021. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2021/07/como-se-formam-as-bolhas-financeiras/>. Acesso em: 05/02/2022.

COMPARATO, Fábio Konder. **Notas explicativas ao substitutivo ao capítulo referente ao contrato de seguro no anteprojeto de Código Civil**. Revista de Direito Mercantil, vol. 5, p.147. São Paulo: Ed. RT, 1972.

CONCEIÇÃO, Octavio A. C. **Crise e Regulação: A metamorfose restauradora da reprodução capitalista**. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 8, n. 1, pp. 155-174, 1987.

CUNHA, Carolina Estarque da. **O seguro de responsabilidade civil de administradores à luz da nova regulamentação da SUSEP**. 121 p. Monografia para graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2017, p. 29.

Conheça os quatro princípios da governança corporativa. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, 2020. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/blog/principios-de-governanca-corporativa>. Acesso em: 30/01/2022.

D&O Insurers Take Hit From Subprime Payouts. CNBC, 2008. Disponível em: <<https://www.cnbc.com/2008/02/12/do-insurers-take-hit-from-subprime-payouts.html>>.

Acesso em: 09/02/2022.

DAHLAN, Alia Kartika. **The Environment for Directors' and Officers' Liability: Evidence from 2009 to present.** Tese (Bacharelado em *Science Business Administration*) – Department of Finance, Banking, and Insurance, Appalachian State University. North Carolina, p. 7. 2019.

DALLAGNOL, Evelyze Cruz et. Al. **Os princípios da Governança Corporativa: o Enfoque dado pelas Empresas Listadas na B3.** In: Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 16., 2019, São Paulo. **Anais [...]** São Paulo: USP, 2019. p. 1-20.

DECKER, Randy L. **Economics and Litigation: View from the Inside Looking Out. Litigation.** American Bar Association, vol. 24, n. 4, p. 36-62, jun./set. 1998. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/29760016>. Acesso em: 05/02/2022.

DEMPSEY, Timothy. **NYSE IPO guide,** 2013. Disponível em <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide.pdf>. Acesso em 25/01/2022.

Directors and Officers (D&O) Insurance: An Overview. Landes Blosch, 2021. Disponível em < <https://www.landesblosch.com/blog/what-is-d-and-o-insurance/>>. Acesso em 26/01/2022.

EIZIRIK, Nelson. **Responsabilidade Civil e Administrativa do Diretor de Companhia Aberta.** In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, nº 56, out./dez. 1984, p. 49.

Entenda o que é hipoteca e como funciona no Brasil. Creditas, 2021. Disponível em: <https://www.creditas.com/exponencial/o-que-e-hipoteca/>. Acesso em: 06/02/2022.

Escândalo da Enron | Resumo, história e fatos. DelphiPages, 2020. Disponível em: <https://delhipages.live/pt/politica-lei-e-governo/lei-crime-e-castigo/enron-scandal>. Acesso em: 05/02/2022.

ESCOLA NACIONAL DE SEGUROS. **Dicionário de Seguros** [s/d]. Disponível em: <<https://www.ens.edu.br/dicionario-de-seguros>>. Acesso em 25/01/2022.

ESCOLA NACIONAL DE SEGUROS. **Saiba tudo sobre cálculo de prêmio em seguros.** Portal Tudo Sobre Seguros, [s/d]. Disponível em <<https://www.tudosobreseguros.org.br/saiba-tudo-sobre-calculo-de-premios-em-seguros/>>. Acesso em: 25/01/2022.

Estados Unidos encadeiam o maior período de crescimento de sua história. El País, 2019. Disponível em: <https://brasil.elpais.com/brasil/2019/06/15/economia/1560602434_147668.html>. Acesso em: 06/02/2022.

ESTADOS UNIDOS, **Securities Act of 1933**, seção 11(b). Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>>. Acesso em: 01/02/2022.

ESTADOS UNIDOS. Supreme Court of Delaware. **Apelação Cível nº 488 A.2d 858.** Apelante: Willian Pricket e outros. Apelado: TransUnion Corp. e outros. Delaware, 14 de Março de 1985. Justia. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/488-a-2d-858-4.html>>. Acesso em: 09/02/2022.

ESTADOS UNIDOS. US District Court for the Southern District of New York. **Apelação cível nº 283 F.** Apelante: Barry Escott e outros. Apelado: BarChris Construction Corporation e outros. Nova Iorque, 1º de Maio de 1976. Justia. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/283/643/1906035/>>. Acesso em: 01/02/2022.

FANG, Liu. **Applying the Fraud-Exclusion Provision under D&O Insurance Policies: Adjudication or in Fact - Which Is Better.** Western Michigan University Cooley Journal of Practical & Clinical Law, Michigan, v. 17, n. 3, p. 247-264, 2016.

FAY, Robert R. **New Deal Era Financial Regulation in the Twenty First Century: An Ethical Examination of the Securities Acts of 1933 and 1934**. Tese (Mestrado em Artes e Estudos Liberais) – Graduate School of Arts and Sciences, Georgetown University. Washington, DC, p. 40. 2013.

FITZPATRICK, Sean M. **Fear is the key – Explaining Insurance Underwriting Cycles**. Connecticut Insurance Law Journal, vol. 34, n. 4, p. 27-40, jun./ago. 2005.

FRANCO, Vera Helena de Mello. **Contratos: direito civil e empresarial**. 3 ed., ver., atual. e amp. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 313.

GLINAVOS, Ioannis. **Regulation and the Role of Law in Economic Crisis**. European Business Law Review, Westminster, v. 21, n. 4, 2009, p. 1-12, Junho, 2009.

GOLDBERG, Ilan. **Para que serve o contrato de seguro de responsabilidade para administradores?** Consultor Jurídico, 2019. Disponível em <https://www.conjur.com.br/2019-mai-20/direito-civil-atual-serve-contrato-seguro#_ftn1>. Acesso em 25/01/2022.

GOMES, Maria Elisabete. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Diretores de Sociedades Anónimas Perante os Credores Sociais**. Coimbra: Coimbra Ed., 2002, p. 17.

HARRINGTON, Scott; e LITAN, Robert E. **Causes of the Liability Insurance Crisis**. American Association for the Advancement of Science, vol. 239, n. 4841, p. 737-741, fev. 1988.

Impact of Dodd-Frank Act on D&O Liability: Corporate Governance, Compensation, Claw-Backs and More. Wilson Elser, 2010. Disponível em: https://www.wilsonelser.com/news_and_insights/insights/796-impact_of_dodd-frank_act_on_d_o_liability_corporate. Acesso em: 10/02/2022.

JOHNSTON, Joseph F. **Corporate Indemnification and Liability Insurance for Directors and Officers**. The Business Lawyer, American Bar Association, vol. 33, n. 3, p. 1993-2053, 1978. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/40685891>. Acesso em 30/01/2022.

JOHNSTON, Joseph F. **Corporate Indemnification and Liability Insurance for Directors and Officers**. *The Business Lawyer*, vol. 33, no. 3, p. 1993-2053, abr. 1978. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/40685891>>. Acesso em: 01/02/2022.

JONES, Charles T.; MATHIS, Jennifer; e HUGGINS, Michael. **D&O Liability Coverage for COVID-19 Issues**. *MEALEY'S Emerging Insurance Disputes*, vol. 25, n. 9, p. 1-9, maio. 2020.

JUNIOR, Gilberto Rodrigues Borça; e FILHO, Ernani Teixeira Torres. **Analisando a Crise do Subprime**. *Revista do BNDES*, vol. 15, n. 30, p. 129-159, Rio de Janeiro, dez. 2008.

KANDAWALLA, Darius N. **Director and Officer (D&O) Insurance**. Lexis Nexis, 2019. Disponível em: <https://www.lexisnexis.com/supp/LargeLaw/no-index/coronavirus/insurance/insurance-director-and-offocer-insurance.pdf>. Acesso em 30/01/2022.

KELLER, Elisabeth; e GEHLMANN, Gregory A. **Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934**. *Ohio State Law Journal*, vol. 49, n. 2, 1988, p. 329-352. HeinOnline.

KLONOFF, Robert H. **The Decline of Class Actions**. *Washington University Law Review*, vol. 90, n. 3, p. 729-838, 2013. Disponível em: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol90/iss3/6. Acesso em 05/02/2022.

LACERDA, Maurício A. Von Bruck. **O seguro dos administradores no Brasil: o D&O Insurance brasileiro**, 2013. Juruá: Curitiba, 2013, p. 180.

LACROIX, Kevin. **A Guide to the Evolution of Directors and Officers Insurance from 1933 to the Present**. *The D&O Diary*, 2016. Disponível em: <<https://www.dandodiary.com/2016/02/articles/d-o-insurance/guest-post-do-what-to-know-a-guide-to-the-evolution-of-directors-and-officers-insurance-from-1933-to-the-present/>>. Acesso em 01/10/2021.

LACROIX, Kevin. **D&O What to Know: A Guide to the Evolution of Directors and Officers Insurance from 1933 to the Present**. *D&O Diary*, 2016. Disponível em: <https://www.dandodiary.com/2016/02/articles/d-o-insurance/guest-post-do-what-to-know-a->

[guide-to-the-evolution-of-directors-and-officers-insurance-from-1933-to-the-present/](#). Acesso em 01/02/2022.

LARKIN, William J.; e CASSCLES, J. Stephen. **How the Recent Corporate Governance and Financial Scandals May Affect the Debate on the Future of the State Regulation of Insurance**. *Journal of Insurance Regulation*, vol. 21, n. 4, p. 3-19, jun./ago. 2003.

LEAVITT, M. Hannah. **Liability Insurance Crisis: The Regulatory Response**. *Dickinson Law Review*, vol. 91, n. 4, p. 919-946, 1987. HeinOnline.

LI, Yuhao. **The Case Analysis of the Scandal of Enron**. *International Journal of Business and Management*, vol. 5, n. 10, p. 37-41, out. 2010. Disponível em: https://www.academia.edu/30500625/The_Case_Analysis_of_the_Scandal_of_Enron?auto=citations&from=cover_page. Acesso em: 05/02/2022.

LIMA, Thaís Damasceno; e DEUS, Larissa Naves. **A crise de 2008 e seus efeitos na economia brasileira**. *Revista Cadernos de Economia*, vol. 17, n. 32, p. 52-65, Chapecó, jan./jun. 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.46699/rce.v17i32.1651>. Acesso em: 06/02/2022.

LUCCHETTA, Paula Mattos; CASTRO, Eduardo; e CHIMENTI, Eliana Ambrósio. **The Complementary Nature of D&O Insurance and Indemnity Contracts**. Machado Meyer, 2018. Disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/en/recent-publications/publications/capital-markets/the-complementary-nature-of-d-o-insurance-and-indemnity-contracts>. Acesso em 30/01/2022.

MAISTER, Marc S.; e SCHULZ, Harry J. **In Vogue: A-Side DIC D&O Insurance Coverage**. *New Appleman on Insurance*, p. 33-49, dez. 2008.

MALLEN, Ronald E.; e EVANS, David W. **Surviving the Directors and Officers Liability Crisis: Insurance and the Alternatives**. *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 12, n. 2, p. 439-472, 1987.

MARCUS, David. **The History of the Modern Class Action, Part II: Litigation and Legitimacy, 1981-1994**. Fordham Law Review, vol. 86, n. 4, p.1785-1845, 2018. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol86/iss4/13>. Acesso em: 05/02/2022.

MARINA, Lucas Pinatti. **O seguro de responsabilidade civil dos administradores (Seguro D&O) nos atos de gestão ultra vires**. Monografia (Graduação em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, p. 23, 2018.

MARINHO, Havana Alicia de M. P. **ESTADOS UNIDOS: o contexto dos anos 1970 e as crises do petróleo**. Revista História em Reflexão, Mato Grosso do Sul, vol. 4, n. 7, p. 1-10, jun. 2010. Disponível em: <<https://ojs.ufgd.edu.br/index.php/historiaemreflexao/article/view/753>>. Acesso em: 01/02/2022.

MAROVIC, Boris; NJEGOMIR, Vladimir; e MAKSIMOVIC, Rado. **The Implications of the Financial Crisis to the Insurance Industry – Global and Regional Perspective**. Economic-Research-Ekonomska Istrazivanja, vol. 23, n. 2, p. 127-141, nov. 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/1331677X.2010.11517417>. Acesso em: 09/02/2022.

MARTINS, Pablo Luiz et. al. **Análise do Mercado Financeiro a Partir da Compreensão dos Ciclos Econômicos**. In: Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 11., 2014, Resende (Rio de Janeiro). Anais [...] Resende: Faculdades Dom Bosco, 2014, p. 3-4.

MENEZES, Nathália Rodrigues Bittencourt M. O. de. **COVID-19 e os contratos de seguro D&O: os impactos possíveis**. Rio de Janeiro: Revista Jurídica de Seguros, n. 12, p. 52-64, maio. 2020.

MILAN, Marcelo. **A Crise Financeira nos EUA: Causas, Consequências e Desdobramentos Teóricos**. Soc. Bras. Economia Política, São Paulo, n. 33, p. 103-145, out., 2012.

MILLER, Robert T. **Morals in a Market Bubble**. University of Dayton Law Review, vol. 35, n. 1, p. 113-118, set./dez. 2009.

NEVES, Filipe Peixoto. **A Grande Depressão Americana: Exposição dos discursos divergentes sobre a crise que abalou o século XX**. Rev. Mundo Livre, Campos dos Goytacazes, v. 6, n. 2, p. 184-201, jul./dez. 2020.

Occurrence vs. Claims-made insurance: Why it matters. Insureon, c2022. Disponível em: <https://www.insureon.com/blog/occurrence-vs-claims-made-business-insurance>. Acesso em: 30/01/2022.

OTTO, Rene; e WETERINGS, Wim. **D&O Insurance and Corporate Governance: Is D&O Insurance Indicative of the Quality of Corporate Governance in a Company**. Stanford Journal of Law, Business & Finance, vol. 24, n. 1, 2019, p. 108-129. HeinOnline.

Porto Seguro. **Seguro de Responsabilidade Civil para Administradores – D&O (Directors & Officers), Condições Gerais**. Disponível em https://www.portoseguro.com.br/NovoInstitucional/static_files/CGs/responsabilidade_civil/D&O/CG%20D&O%20Completa%20%20Gestao%20Protegida%20+%20Cobertura%20Adicional%20Riscos%20Ambientais%20-%20Final%20Diagramada.pdf>. Acesso em 25/01/2022.

PRIEST, George L. **Understanding the Liability Crisis**. Proceedings of the Academy of Political Science, vol. 37, n. 1, p. 196-211, 1988. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1174065>>. Acesso em: 07/02/2022.

REGO, Margarida Ramalho de Lima. **Contrato de Seguro e Terceiros. Estudo de Direito Civil**. Dissertação para doutorado em direito privado na Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa. Lisboa, p. 68, 2008.

RENSI, Rafael Tonet e CARVALHO, João Vinícius de França. **O impacto da Operação Lava Jato no mercado de seguros de Responsabilidade Civil de Administradores e Diretores no Brasil**. In: USP International Conference in Accounting, XIX, 2019, São Paulo. Anais, São Paulo: Universidade de São Paulo, 2019, p. 9.

RENTERIA, Pablo Waldemar. **O seguro de responsabilidade civil de administradores à luz da nova regulamentação da SUSEP**, 2017. Disponível em <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/33111/33111.PDF>>. Acesso em 25/01/2022.

RICARDO, Javier. **O Programa de Alívio de Ativos Problemáticos (TARP) salvou a economia?**. Economia e Negócios, 2021. Disponível em: <https://economiaenegocios.com/o-programa-de-alivio-de-ativos-problematicos-tarp-salvou-a-economia/>. Acesso em: 06/02/2022.

RODRIGUES, Pedro Miguel S. M. **O interesse no Contrato de Seguro**. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Lisboa, p. 58. 2011.

ROMANO, Roberta. **Directors' and Officers' Liability Insurance: What Went Wrong?** Proceedings of the Academy of Political Science, vol. 37, n. 1, p. 67-80, 1988. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1174054>. Acesso em: 09/02/2022.

SABIA, Brian; RUDOW, Catherine; e DEMARTINI, Nicholas. **D&O What to Know**. PartnerRe, 2016. Disponível em: <https://partnerre.com/opinions_research/do-what-to-know/#:~:text=This%20paper%20provides%20an%20historical,coverage%20features%20of%20D%26O%20insurance.>. Acesso em: 07/02/2022.

SANTOS, Váldson José. **Ciclos Econômicos: uma análise do mercado financeiro brasileiro**. Monografia para graduação em Administração – Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal de Sergipe - UFS. Sergipe, 2019, p. 31.

SENHORA, Victor Augusto Benes. **A apólice de seguro à base de reclamação (claims made basis) e suas peculiaridades**. Migalhas, 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/320151/a-apolice-de-seguro-a-base-de-reclamacao--claims-made-basis--e-suas-peculiaridades>. Acesso em 30/01/2022.

SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. **Takeovers in the 60s and the 80s: evidence and implications**. Strategic Management Journal, vol. 12, n. 1, p. 51-59, 1991.

SILVA, Jorge Vieira da. **A bolsa de valores de Nova Iorque e a governança corporativa**. Direito Profissional, 2020. Disponível em < <https://www.direitoprofissional.com/bolsa-de-valores-de-nova-iorque-e-a-governanca-corporativa/#>>. Acesso em 30/01/2022.

SILVA, Natália Nascimento da. **Seguro de Responsabilidade Civil dos Administradores. Origem, expansão e recepção no regime jurídico nacional.** Monografia (graduação em direito). Universidade Católica Portuguesa. Porto: Escola do Porto, 2016, p. 18.

SU, Eva. **COVID-19 and Stock Market Stress.** HeinOnline, 2020. Disponível em: <<https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.crs/govctzv0001&i=4>>. Acesso em: 06/02/2022.

Subprime: descubra o que é e as causas da crise imobiliária. Capital Research, 2020. Disponível em: <https://www.capitalresearch.com.br/blog/investimentos/subprime/>. Acesso em: 06/02/2022.

Subscrição de Seguros. Tudo Sobre Seguros, c2022. Disponível em: <<https://www.tudosobreseguros.org.br/subscricao-de-seguros/>>. Acesso em: 07/02/2022.

TAFFAE, Peter R. **The ABCs of D&O Insurance Clauses.** National Underwriter Property Casualty, 2009. Disponível em: < <https://www.propertycasualty360.com/2009/12/20/the-abcs-of-do-insurance-clauses/>>. Acesso em 01/02/2022.

Third Party Law and Legal Definition. USLegal, [s/d]. Disponível em: <<https://definitions.uslegal.com/t/third-party-actions/>>. Acesso em: 01/02/2022.

TRAUTMAN, Lawrence J.; e ALTENBAUMER-PRICE, Kara. **D&O Insurance: A Primer.** American University Business Law Review, vol. 1, n. 2, p. 337-367, dez./jan. 2011/2012.

TZIRULNIK, Ernesto e OCTAVIANI, Alessandro. **Seguro e Fraude – As provas.** Instituto Brasileiro de Direito de Seguros, p. 2. Disponível em <<https://www.ibds.com.br/artigos/SeguroEFraude-AsProvas.pdf>>. Acesso em 30.09.2021.

UCHÔA, Daniel Bonfim e SILVA, Priscila Aguiar da. **O seguro Directors & Officers (D&O) como ferramenta da governança corporativa.** Revista de Ciência, Tecnologia e Inovação, Rio de Janeiro, v. 2, n. 3, p. 16-24, dez. 2017.

VAN FOSSEN, Anthony B. Risk. **Havens: Offshore Financial Centres, Insurance Cycles, the Litigation Explosion and a Social Democratic Alternative**. Social & Legal Studies, vol. 11, n. 4, p. 503-522, dez. 2002.

VIEIRA, Raquel José Pita. **O Seguro de Responsabilidade Civil dos Administradores**. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Escola de Lisboa. Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, maio 2018.

VIEIRA, Solange Paiva; e MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. **Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004.

VISCUSI, W. Kip. **The Dimensions of the Product Liability Crisis**. The Journal of Legal Studies, vol. 20, n. 1, p. 147-177, jan. 1991. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/724458>. Acesso em: 07/02/2022.

WEISS, Mary A. **Underwriting Cycles: A Synthesis and Further Directions**. Journal of Insurance Issues, vol. 30, n. 1, p. 31-45, mar/jun. 2007. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/41946268>>. Acesso em: 09/02/2022.

WEISS, Stephen J. **Escott v. BarChris: A Case Study**. Law Notes for the Young Lawyer, vol. 1968, n. 3, p. 5-10, abr. 1969. HeinOnline.

WELLS, Harwell. **The Birth of Corporate Governance**. Seattle University Law Review, vol. 33, n. 4, 2010, p. 1247-1292. HeinOnline.

WESTLING, Richard W. e BELL, Mark M. **Directors' and Officers' Insurance and Its Role in Government Investigations**. New Appleman Insurance: Current Critical Issues in Insurance Law, pp. 43-65. 2013.

WINTHROP, Jason R. **Small business and the Trusts: The Merger Madness**. Wage-Price Law and Economics Review, vol. 4, n. 3, p. 87-106, jun. 1979.