

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

***A BUSINESS JUDGMENT RULE: UMA ANÁLISE DE SUA COMPATIBILIDADE
COM O ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO E DE SUA APLICAÇÃO PELA
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS***

LEONARDO DE QUEIROZ GASPAR

**Rio de Janeiro
2018/2**

LEONARDO DE QUEIROZ GASPAR

***A BUSINESS JUDGMENT RULE: UMA ANÁLISE DE SUA COMPATIBILIDADE
COM O ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO E DE SUA APLICAÇÃO PELA
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS***

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

**Rio de Janeiro
2018/2**

CIP - Catalogação na Publicação

G249b Gaspar, Leonardo de Queiroz
A business judgment rule: uma análise de sua compatibilidade com o ordenamento jurídico brasileiro e de sua aplicação pela Comissão de Valores Mobiliários / Leonardo de Queiroz Gaspar.
- Rio de Janeiro, 2018.
88 f.

Orientador: Enzo Baiocchi.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, Bacharel em Direito, 2018.

1. Direito societário. 2. Business judgment rule. 3. Deveres de conduta dos administradores. 4. Mercado de capitais. 5. Comissão de Valores Mobiliários. I. Baiocchi, Enzo, orient. II. Título.

LEONARDO DE QUEIROZ GASPAR

**A *BUSINESS JUDGMENT RULE*: UMA ANÁLISE DE SUA COMPATIBILIDADE
COM O ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO E DE SUA APLICAÇÃO PELA
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

Data de aprovação: __ / __ / ____.

Banca examinadora:

Orientador

Membro da Banca

Membro da Banca

**Rio de Janeiro
2018/2**

AGRADECIMENTOS

A presente monografia, em conjunto com uma série de outras atividades de conclusão da graduação em Direito, representa o encerramento de um capítulo de minha vida de muitos desafios, descobertas e realizações. Há cerca de cinco anos, quando decidi sair de minha cidade natal para seguir meus sonhos no Rio de Janeiro, mal poderia imaginar o que estava prestes a enfrentar nesta trajetória. E não há arrependimentos.

Sendo assim, não há outra forma de iniciar meus agradecimentos senão homenageando aqueles que estavam presentes em minha vida quando da conclusão do ensino médio e, em seguida, da conquista de minha vaga na Universidade Federal do Rio de Janeiro. Muito obrigado aos amigos de Votuporanga por todo carinho e companheirismo. O caminho ao Rio de Janeiro certamente seria mais tortuoso sem o suporte de vocês.

Cheguei ao Rio de Janeiro em 4 de fevereiro de 2014. Era a primeira vez que eu aterrissaria em terras cariocas. Apesar do receio pelo desconhecido, a vontade de me entregar à nova vida me impulsionava a seguir em frente. Confirmei minha matrícula em 6 de fevereiro de 2014 e as aulas começaram em 10 de fevereiro de 2014. Desde então, a Faculdade Nacional de Direito tem sido parte recorrente de minha vida. Ainda que o tempo verbal escolhido para me referir à faculdade mude e que, se Deus permitir, em alguns anos o tempo de faculdade represente um período menor do que aquele contado a partir de minha formatura, sei que o sentimento construído nestes cinco anos de graduação jamais será apagado. Meus sinceros agradecimentos à Faculdade Nacional de Direito, que me proporcionou uma oportunidade incrível de frequentar um espaço plural, sério e acolhedor, que me recepcionou com afeto desde o primeiro dia de aula.

Agradeço ao Laboratório de Estudos Teóricos e Analíticos sobre o Comportamento das Instituições – LETACI, que me incorporou, logo nos dois primeiros anos de graduação, a princípio como pesquisador voluntário e, em seguida, como bolsista do Programa Jovens Talentos para a Ciência da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – CAPES. Em especial, agradeço ao querido Professor Dr. Carlos Alberto Pereira das Neves Bolonha, coordenador do LETACI e, atualmente, diretor da Faculdade Nacional de Direito, que me recebeu de braços abertos e me apresentou ao mundo da pesquisa acadêmica.

Um agradecimento especial ao estimado Professor Dr. Enzo Baiocchi, não apenas por ter orientado, de forma brilhante, esta singela monografia – de incomensurável importância para mim –, mas sobretudo por ter me apresentado, no quinto período da graduação, ao direito comercial. Muito obrigado por todo zelo e paciência, que o senhor demonstra como expressão de seu amor ao ensino.

Agradeço às amizades cultivadas durante minha passagem pela Coordenação de Defesa da Probidade Administrativa da Procuradoria-Regional da União da 2ª Região da Advocacia-Geral da União. Foi uma honra iniciar minha vida profissional ao lado de pessoas tão cativantes e inspiradoras. Saibam que, aonde quer que eu vá, estarão todos em meu coração.

Um agradecimento aos queridos companheiros do Lefosse Advogados pelas inúmeras oportunidades de crescimento pessoal e profissional que me têm sido proporcionadas. Muito obrigado por me ajudarem com a constante tarefa de lapidação e adequação ao mundo dos adultos. Inundo-me de orgulho ao me reconhecer como integrante desta equipe que tanto admiro.

Agradeço aos amigos com os quais fui presenteado pelo Rio de Janeiro por toda hospitalidade, cumplicidade, compaixão e carinho. Muito obrigado por permanecerem ao meu lado nesta caminhada e compartilharem comigo não apenas os dias quentes do verão, mas também as noites frias do inverno. Somos laços e nós.

À minha amada família, agradeço por tudo que fiz e por tudo que posso fazer. Sou extremamente grato a vocês por compreenderem minhas angústias e dividirem comigo meus sonhos. Saber que posso sempre contar com vocês acalma o meu coração. Aliás, é por vocês que ele bate.

Neste período encerrarei a primeira pessoa, ciente de que meus vagos agradecimentos não chegam nem perto de corresponder satisfatoriamente a todo o amor que tenho recebido durante esta aventura, mas seguro de ter me empenhado para demonstrar cotidianamente a gratidão que sinto por todos que me rodeiam: sem vocês, eu não seria quem hoje sou.

“Only those who will risk going too far can possibly find out how far one can go.”

(T. S. Eliot)

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo a análise, à luz do ordenamento jurídico brasileiro, dos pressupostos e fundamentos da *business judgment rule*, entendida como instituto que visa a preservar a discricionariedade dos administradores com relação à tomada de decisões negociais, na medida em que estabelece limites à revisão e ao controle dos atos da administração. Nesta senda, com apoio em pesquisa bibliográfica e na aplicação da regra, principalmente, pela Comissão de Valores Mobiliários, esmiúça-se a *business judgment rule*, com enfoque nas justificativas que lhe dão ensejo. Para tanto, inicialmente analisa-se o movimento de dissociação entre administração e propriedade, cada vez mais presente em um cenário de dispersão acionária, a desvelar uma ascensão da administração no que tange à orientação da empresa. Ato contínuo, examina-se a estrutura da administração de acordo com o direito brasileiro, enfatizando-se os deveres de conduta a que estão sujeitos os administradores. Procede-se, enfim, ao estudo da *business judgment rule*, tal como formulada, principalmente, pelas cortes estadunidenses, para, uma vez evidenciados os seus contornos, avaliar a compatibilidade da regra com o sistema jurídico brasileiro, destacando-se não apenas o posicionamento doutrinário majoritário, mas também aquele que se assemelha mais congruente com o direito pátrio e os precedentes da Comissão de Valores Mobiliários.

Palavras-chave: direito societário; *business judgment rule*; administração; deveres de conduta dos administradores; mercado de capitais; Comissão de Valores Mobiliários.

ABSTRACT

The objective of this study is to examine, under the Brazilian legal system, the assumptions and foundations of the business judgment rule, construed as an institute that aims to preserve the discretion of managers with respect to the business decision-making, insofar as it establishes limits to the review and control of the management acts. Thereby, based on bibliographical research and in the application of the rule, mainly, by the Brazilian Securities and Exchange Commission, the business judgment rule is investigated, focusing on its justifications. For this purpose, the movement of dissociation between management and property – increasingly present in a scenario of stock dispersion, which unveils a rise of the management regarding the orientation of the corporate activities – is initially analyzed. Thereafter, the structure of management is examined in accordance with the Brazilian law, emphasizing the duties to which managers are subject. Finally, the business judgment rule is studied, as formulated, mainly, by North American courts, in order to, once their outlines have been defined, evaluate the compatibility of the rule with the Brazilian legal system, highlighting not only the majority doctrinal position, but also the one that resembles more consistent with the Brazilian law and the precedents of the Brazilian Securities and Exchange Commission.

Keywords: corporate law; business judgment rule; management; managerial duties; capital markets; Brazilian Securities and Exchange Commission.

LISTA DE ABREVIATURAS

B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
Lei das Sociedades por Ações	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
Novo Mercado	Segmento especial de listagem da B3 denominado Novo Mercado
STJ	Superior Tribunal de Justiça

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1 CONTROLE E ADMINISTRAÇÃO DAS COMPANHIAS	14
1.1 Desintegração do átomo da propriedade e a transformação do poder de controle	14
1.2 A administração à luz do ordenamento jurídico brasileiro	17
1.2.1 Conselho de administração	20
1.2.2 Diretoria	22
1.2.3 Indelegabilidade de funções da administração	24
1.3 Aspectos da relação obrigacional da administração	25
2 DEVERES DE CONDUTA DOS ADMINISTRADORES.....	28
2.1 Dever de diligência	30
2.2 Dever de lealdade.....	38
2.3 Dever de evitar conflito de interesses	41
2.4 Dever de informar	43
3 A BUSINESS JUDGMENT RULE.....	45
3.1 Origem da <i>business judgment rule</i>	46
3.2 Características gerais e pressupostos de aplicação da regra	48
3.3 Compatibilidade da regra com o ordenamento jurídico brasileiro.....	57
3.4 A <i>business judgment rule</i> à luz da orientação da CVM.....	63
CONCLUSÃO.....	80
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	82

INTRODUÇÃO

Com o desenvolvimento econômico e a patente necessidade de vultosos aportes de capital para o desenvolvimento dos grandes empreendimentos, ganha destaque a análise das sociedades anônimas como tipo societário adequado às particularidades do capitalismo. Nesse contexto, torna-se ainda mais frequente a reunião de pessoas visando a auferir lucros, em detrimento do modelo pautado no caráter personalíssimo da relação existente entre os sócios.

Verifica-se, pois, o crescimento, por meio da estrutura corporativa das companhias, do número de investidores cujos interesses residem apenas indiretamente no desenvolvimento do objeto social, os quais, de forma geral, guardam pouca afinidade com a atividade a ser desempenhada. Para tais acionistas, mais vale transferir a gestão da companhia a pessoas que possuem prática e conhecimento especializado sobre a empresa – os administradores –, do que manter a administração em suas próprias mãos.

Nesse ambiente, torna-se evidente que os administradores assumem uma posição de destaque, ascendendo a funções que em outros modelos seriam restritas a acionistas, em razão da cisão entre gestão e propriedade. Em contrapartida ao poder que lhes é conferido, aos administradores são impostos diversos deveres que, uma vez inadimplidos, podem ensejar-lhes responsabilização.

A tensão existente entre administradores e acionistas se torna ainda mais acentuada à vista do binômio assunção de riscos e obtenção de lucros, inerente à atividade empresarial. Se, de um lado, os acionistas querem que os administradores tomem as melhores decisões a fim de impulsionar a obtenção de lucros pela companhia, de outro, investimentos muito lucrativos em grande parte decorrem de escolhas arriscadas.

Vislumbra-se, pois, que os administradores, ao lidarem com risco, embora possam conquistar melhores e mais lucrativos resultados, estão sujeitos ao insucesso. Nesse caso, há uma tendência de que os acionistas se insurjam contra os administradores visando à reparação das perdas relativas às operações fracassadas.

Cabe, todavia, avaliar se seria razoável que os administradores fossem responsabilizados em razão de fatores que lhes são alheios, levando em consideração que tal responsabilização

poderia, adversamente, conduzir os administradores a adotar postura excessivamente conservadora e incompatível com a intenção de obter lucro dos acionistas. Nesse cenário, faz-se, então, necessário o reexame do regime de deveres a que se submete a administração, bem como da esfera de atuação aos administradores garantida.

Torna-se, pois, relevante o estudo da *business judgment rule* como instituto que almeja preservar a discricionariedade dos administradores com relação à tomada de decisões negociais. Nesse esteio, a presente investigação visa a avaliar de que forma a aplicação da *business judgment rule* seria congruente com o ordenamento jurídico brasileiro e, portanto, aplicável aos casos que envolvem a responsabilização dos administradores das companhias, principalmente quando se inserem em um cenário de dispersão acionária.

Para tanto, em um primeiro momento, será analisado o movimento de dissociação entre a propriedade e o controle que se verifica nas companhias, de modo a indicar de que forma aos administradores é reservado um poder de ingerência cada vez maior nos rumos do negócio. Em sequência, serão estudadas a estrutura da administração de acordo com a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, doravante referida como Lei das Sociedades por Ações, bem como a natureza jurídica da obrigação dos administradores, em razão de sua relevância para a definição dos limites impostos à responsabilização dos mesmos.

No segundo capítulo, pretende-se apresentar os principais deveres de conduta a que se submetem os administradores com relação ao desempenho de suas funções na companhia. Desse modo, busca-se estabelecer os limites da atuação dos administradores, os quais, dentre outros fatores, determinam a licitude de suas condutas, servindo, conforme se pretende demonstrar, de parâmetro para a aplicação da *business judgment rule*. Traçar-se-ão, ainda, breves linhas acerca dos deveres de diligência, lealdade, evitar conflito de interesses e informar.

Por fim, no último capítulo, será estudada a *business judgment rule*, tal como concebida pela *common law*, bem como seus principais pressupostos de aplicação e características. Além disso, analisar-se-á se a referida regra encontra-se recepcionada no ordenamento jurídico brasileiro, notadamente no que se refere à Lei das Sociedades por Ações, tendo em vista suas implicações relacionadas à tomada de decisões pelos administradores. Nessa toada, por meio de estudos teóricos e de casos, avaliar-se-á em que medida a *business judgment rule* imporia ao Poder Judiciário, à autarquia federal responsável pela regulação do mercado de capitais

brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários, doravante referida como CVM, e, indiretamente, aos acionistas, uma postura de abstenção quanto à revisão do mérito de determinadas decisões da administração. Para tanto, serão analisados os casos julgados pela CVM, no âmbito de sua atuação sancionadora, que envolveram a discussão acerca da aplicação da regra no direito brasileiro¹.

¹ Para a seleção dos casos que serão objeto de análise, procedeu-se à consulta, por meio do sistema “Pesquisa Avançada” da CVM, disponível no endereço eletrônico <<http://www.cvm.gov.br/sancionadores/>>, dos processos administrativos sancionadores julgados pelo Colegiado da CVM que contêm referência às expressões “*business judgment rule*” e/ou “regra da decisão negocial”, disponibilizados até 31 de outubro de 2018. Na presente investigação, abordar-se-ão aqueles que trazem, nos votos dos diretores da CVM, menção à regra ou discussão a ela relacionada.

1 CONTROLE E ADMINISTRAÇÃO DAS COMPANHIAS

Do termo administração, analisado com relação às sociedades anônimas, inferem-se dois vieses: o objetivo e o subjetivo. O aspecto objetivo de administração se refere ao modo de ação, direção ou governo da organização social criada pelo ato constitutivo da companhia. Por outro lado, em seu sentido subjetivo, o termo é utilizado para representar a parte da estrutura da companhia que exerce administração em sentido objetivo, principalmente ao, no plano interno, orientar a exploração da empresa² e exercer poder hierárquico sobre os empregados e, externamente, representar a sociedade anônima perante terceiros³.

Em razão do expressivo fenômeno da dispersão acionária, o qual se encontra cada vez mais disseminado mundialmente, verifica-se um movimento de segregação dos institutos da propriedade e do controle societário. Nesse cenário, os administradores são conduzidos a uma posição de destaque, outrora restrita a acionistas, outorgando-lhes, em certa medida, competência em relação ao próprio governo da companhia.

No presente capítulo, inicialmente, serão aventadas breves considerações acerca da transformação do estatuto da propriedade acima referida, visando a contextualizar a relevância da discussão sobre a *business judgment rule* que permeia este estudo. Em seguida, serão explorados, em linhas gerais, aspectos relacionados ao tratamento conferido pelo ordenamento jurídico brasileiro à administração, principalmente no que concerne a sua estrutura, divisão de competências e natureza jurídica da obrigação assumida entre a companhia e seus administradores.

1.1 Desintegração do átomo da propriedade e a transformação do poder de controle

A Lei das Sociedades por Ações, publicada em 15 de dezembro de 1976, visou a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco⁴, baseado,

² Embora não conste expressamente da lei o conceito de empresa, a partir do artigo 966, da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, referido como Código Civil, extrai-se que empresa é atividade econômica organizada para produção ou circulação de bens ou serviços.

³ LEÃO JR., Luciano de Souza. *Conselho de administração e diretoria*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). *Direito das companhias*. 2 ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 747.

⁴ Nos termos da Exposição de Motivos nº 196 do Ministério da Fazenda, de 24 de junho de 1976.

sobretudo, no estímulo da concentração empresarial e no fomento do mercado acionário e de títulos de dívida⁵. Dentre os possíveis modelos de controle societário, a referida lei adotou aquele fundado na detenção do maior número de ações com direito a voto, criando, assim, uma dicotomia entre minoria e maioria. Além disso, almejando o financiamento da atividade econômica, foi autorizada a emissão de ações preferenciais sem direito a voto no montante de até dois terços do capital social – que seriam, em tese, destinados a acionistas capitalistas, ou investidores. Nesse sentido, esclarecedoras as considerações feitas por José Alexandre Tavares Guerreiro:

O modelo se fundava na segregação de ações votantes, de um lado, e de ações preferenciais não votante, de outro, que haveriam de permitir a consolidação da dicotomia controle da empresa/capital não votante difuso. O controle seria assegurado mediante parcelas relativamente modestas do capital em mãos do acionista controlador, individual ou plúrimo, ao passo que a capitalização em massa adviria da participação de investidores de mercado, com o que se estruturava a companhia, com base, precisamente, numa engenharia de soluções equilibradas.⁶

No entanto, verifica-se paulatinamente a alteração do perfil do acionista, que passa a se interessar mais pelos lucros e dividendos do que com a condução da atividade econômica propriamente dita. Tal mudança, aliada à dispersão acionária, bem como à necessidade de especialização da gestão do negócio, resultou em uma nova acepção de controle desvinculada da noção de propriedade, a qual, inevitavelmente, gerou reflexos jurídicos. Com efeito, o direito societário não pode restar alheio às alterações socioeconômicas, devendo a elas adequar-se. Nessa direção, Alfredo Lamy Filho sustenta que:

Toda lei de S.A. constitui, ou deve constituir, um sistema, que não comporta emendas setoriais que a desfigurem e comprometam seu objetivo maior que é assegurar o bom funcionamento da empresa, a célula base da economia moderna; mas, não há lei mercantil eterna ou perfeita, porque a economia é um processo em permanente transformação. Há por isso que estar atento ao funcionamento do mercado, às suas exigências, às suas novas criações, para atender aos seus justos reclamos, para remover os empecilhos ao seu bom funcionamento.⁷

A dispersão de ações intensifica-se ainda mais, no mercado de valores mobiliários brasileiro, à vista do crescente número de companhias aderentes ao segmento especial de

⁵ OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014, p. 15.

⁶ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 210.

⁷ LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A. – exposições, pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 177.

listagem da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão denominado Novo Mercado. Reconhecido por exigir dos emissores nele listados a manutenção de um alto nível de governança corporativa, o Novo Mercado, *ex vi* do artigo 12 de seu regulamento, estabelece que nas ofertas públicas de distribuição de ações sejam envidados os melhores esforços da companhia visando à dispersão acionária⁸. Como se já não fosse o suficiente para alterar a configuração de controle tal como adotado pela Lei das Sociedades por Ações, o regulamento do Novo Mercado determina, ainda, que o capital social da companhia divida-se exclusivamente em ações ordinárias, isto é, com direitos políticos⁹.

Nesse cenário de dispersão acionária, vislumbram-se duas modalidades distintas de controle societário: o controle diluído, minoritário ou difuso; e o controle gerencial ou administrativo. Conforme lição de Erik Frederico Oioli, denomina-se controle diluído “aquele fundado na titularidade de ações em número inferior à metade das ações com direito a voto do capital social”¹⁰. No controle gerencial, por outro lado, constata-se a total dissociação entre propriedade e controle, uma vez que este passa a ser exercido por administradores. Fábio Konder Comparato define o controle gerencial como:

Aquele não fundado na participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial de fato, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação.¹¹

Verifica-se, então, com a dispersão acionária, um movimento de “desintegração do átomo da propriedade”¹² no sentido de que, se, anteriormente, à titularidade de ações correspondia o exercício do poder de controle da companhia, atualmente o controle decorrente da propriedade é mitigado em razão de diversos fatores, dentre os quais, a referida alteração da postura adotada

⁸ Para tanto, o regulamento do Novo Mercado ordena que o prospecto da referida distribuição preveja um dos seguintes mecanismos: (i) a garantia de acesso a todos os investidores interessados; ou (ii) a distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, dez por cento do total de ações a ser ofertado. Nada obstante, cabe apontar que o parágrafo único do artigo em comento afasta a exigência de dispersão acionária com relação a ofertas públicas de distribuição de ações com esforços restritos.

⁹ O regulamento do Novo Mercado prevê, todavia, em seu artigo 8º, parágrafo único, uma exceção aplicável aos casos de desestatização, quando se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante ou suas controladas.

¹⁰ OIOLI, Erik Frederico, *op. cit.*, p. 17.

¹¹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 60.

¹² BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada* (trad. Dinah de Abreu Azevedo). 1 ed. São Paulo: Editora Abril, 1984, p. 37.

pelos acionistas, a necessidade de vultosas quantias de capital para o financiamento da empresa, bem como a crescente demanda por profissionalização e especialização da gestão empresarial. Surge, então, para os administradores um maior espaço de atuação, competindo-lhes gerir, inclusive, aqueles bens que não integram seus patrimônios. Nessa direção, valiosas são as considerações de Erik Frederico Oioli, *in verbis*:

Na medida em que o poder de controle se enfraquece, fortalece-se o poder dos administradores, que passam a ter maiores incentivos para se apropriarem de benefícios particulares decorrentes do poder de conduzir as atividades sociais. Haveria, assim, sob o ponto de vista da estrutura da sociedade, um deslocamento do foco das regras societárias, das relações decorrentes do antagonismo entre acionistas controladores e não controladores para as relações entre acionistas e administradores.¹³

Diante de tão profundas transformações, faz-se necessário o reexame da responsabilização no contexto das grandes corporações, decorrente, sobretudo, da função social que lhes cumpre consagrar. Assim se de um lado o direito privado se funda na autonomia da vontade e na propriedade, de outro, com a funcionalização da empresa, cada vez mais é conferido ao direito societário um caráter publicístico e que, conforme sustenta Erik Frederico Oioli, “encontra razão de ser no momento em que a propriedade e controle se separam”¹⁴. Evidenciando tais implicações quanto à responsabilidade, principalmente dos administradores, Pedro Freitas Teixeira sintetiza:

Em um primeiro momento, tais companhias semipúblicas passam a ter uma série de responsabilidades para com seu público investidor; em seguida, ao virem a se utilizar das bolsas de valores para captação de recursos da poupança popular, tal responsabilidade se acentua exponencialmente. Uma série de novas responsabilidades é atribuída aos administradores dessas companhias, que passam a responder não apenas perante os titulares do capital investido, mas também perante os empregados da sociedade e terceiros. As decisões tomadas por esses administradores passam a ter influência decisiva sobre o patrimônio dos investidores, sobre a vida dos empregados e sobre a estabilidade da própria economia.¹⁵

1.2 A administração à luz do ordenamento jurídico brasileiro

O vínculo existente entre a sociedade e seus administradores, desde o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, é compreendido pelo ordenamento brasileiro de acordo com a teoria organicista, de acordo com a qual, os administradores são representantes orgânicos

¹³ OIOLI, Erik Frederico, *op. cit.*, p. 19.

¹⁴ *Ibidem*, p. 20.

¹⁵ TEIXEIRA, Pedro Freitas. *Os deveres de conduta dos administradores de companhia aberta: uma análise funcional da responsabilidade civil no âmbito da Lei 6.404/76*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, p. 23.

da companhia, decorrendo da lei e do estatuto social os poderes e atribuições que eles exercem, por meio dos quais se viabiliza a manifestação da sociedade perante terceiros.

Em conformidade com a teoria da realidade técnica da pessoa jurídica, entre o administrador e a companhia não há alteridade ou substituição de vontade, uma vez que, ao agir de acordo com os poderes que lhe foram atribuídos, o administrador age como se a própria pessoa jurídica fosse. Nesses casos, portanto, não haveria propriamente a representação da pessoa jurídica, mas sim a apresentação. Conforme lição de Nelson Eizirik:

Os administradores são elementos integrantes da sociedade, necessários para que ela possa manifestar sua vontade diante de terceiros. Quando determinado órgão pratica um ato, ele entra no mundo jurídico como ato da pessoa jurídica, não existindo representação, mas sim apresentação, uma vez que a companhia faz-se presente mediante a atuação de seu órgão.^{16,17}

Faz-se, ainda, necessário distinguir o órgão, enquanto estrutura da companhia, das pessoas que o ocupam, sendo que, enquanto estas possuem deveres e responsabilidades com relação ao exercício de suas funções, aquele é revestido de poderes e atribuições legais. Desse modo, o órgão deve ser entendido como centro institucional de poderes¹⁸, isto é, conjunto de funções orientadas por lei, capazes de produzir relações jurídicas, a serem desempenhadas por seus membros^{19,20}.

¹⁶ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 256.

¹⁷ Ainda, nos termos de Nelson Eizirik, “na representação há duas vontades, a do representante e a do representado; na atuação do administrador só existe uma vontade, que é da sociedade, a qual se manifesta pelos membros do órgão dotado de competência para tanto. Assim a expressão ‘representação da companhia’ constitui pura conveniência terminológica, de vez que não há representação no sentido técnico jurídico. Os administradores investidos do ‘poder de representação’, agem como se fossem a companhia, já que a administração de que participam constitui um órgão integrante da estrutura da pessoa jurídica” (ibidem, p. 303).

¹⁸ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Administradores de sociedades anônimas: relação jurídica entre o administrador e a sociedade*. São Paulo: Almedina, 2014, p. 76.

¹⁹ Ressaltando a dualidade entre o órgão e seus titulares, segundo Modesto Carvalhosa “no âmbito do Direito Privado, os órgãos – diretoria e conselho de administração – são aparelhos da companhia, não tendo com ela nenhuma relação jurídica, sendo, portanto, irresponsáveis perante terceiros. Já os titulares – conselheiros e diretores – têm relação jurídica com a companhia, em termos de nomeação, destituição, deveres e responsabilidades, respondendo perante ela não só pela má gestão, mas também pelo eventual aproveitamento das suas funções em benefício próprio” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, vol. 3. 6 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 75).

²⁰ A referida compreensão foi consagrada em diversos dispositivos da Lei das Sociedades por Ações, dentre os quais se destacam os artigos 139 e 146. De acordo com o artigo 139, “As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto”. Por sua vez, o artigo 146 dispõe que “poderão ser eleitas para membros dos órgãos de administração pessoas naturais, devendo os diretores ser residentes no País”.

Dois grandes modelos de administração podem ser identificados no direito comparado: o sistema unitário, ou monista; e o sistema bipartido, ou dualista. O sistema unitário prevê apenas um órgão de administração, que concentra todas as funções administrativas, cujos membros são eleitos pela assembleia geral. Trata-se de modelo adotado, por exemplo, pelos Estados Unidos, Inglaterra, Itália, Espanha, Portugal e Grécia.

Por outro lado, Alemanha, Suíça, Áustria e os países escandinavos se valem do modelo dualista, no qual há dois conselhos, sendo um deles predominantemente executivo, responsável pela gestão ordinária das atividades e pela representação da companhia, e o outro responsável pela supervisão da atuação dos demais administradores. Esse sistema se justifica, dentre outros motivos, pela capacidade limitada da assembleia geral de orientar os negócios e, ao mesmo tempo, fiscalizar os administradores²¹. Além disso, considerando, tal como ocorre no caso brasileiro, a possibilidade de eleição dos membros do conselho de administração por meio do processo de voto múltiplo, tal órgão seria dotado de maior representatividade de seus acionistas, resguardando o direito dos minoritários.

A Lei das Sociedades por Ações prevê, como órgãos da administração, o conselho de administração e a diretoria, adotando um regime de duplicidade de órgãos obrigatório apenas com relação às companhias de capital autorizado, companhias abertas e sociedades de economia mista, nos termos dos artigos 138, §2º²² e 239²³ do referido diploma. Verifica-se, pois, que o ordenamento pátrio é dotado de certa flexibilidade ao admitir estruturas diferentes de administração a depender do porte e composição acionária de cada companhia.

²¹ Nesse sentido, Luciano de Souza Leão Jr. destaca a dificuldade de fiscalização dos “administradores apenas em reuniões anuais ou esporádicas dos acionistas que são, na maioria, investidores, sem interesse, conhecimento ou experiência no acompanhamento dos problemas da administração dos negócios sociais, a não ser na companhia com poder pré-constituído” (LEÃO JR., Luciano de Souza. *Conselho de administração e diretoria*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 748).

²² Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. [...] §2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração.

²³ Art. 239. As companhias de economia mista terão obrigatoriamente Conselho de Administração, assegurado à minoria o direito de eleger um dos conselheiros, se maior número não lhes couber pelo processo de voto múltiplo.

1.2.1 Conselho de administração

O conselho de administração constitui órgão deliberativo colegiado²⁴ que se interpõe entre a assembleia geral e a diretoria, ao qual compete fixar políticas gerais da companhia e as diretrizes a serem observadas pelos diretores, bem como a eleição, destituição e fiscalização dos membros da diretoria. Ademais, conforme dispuser o estatuto social da companhia, ao conselho de administração pode ser atribuída a deliberação acerca da emissão de ações, bônus de subscrição, observado o limite do capital autorizado, e nas companhias abertas a emissão de debêntures simples não conversíveis em ações e sem garantia real.

Além das matérias acima destacadas, a Lei das Sociedades por Ações confere ao conselho de administração, dentre outras, a convocação da assembleia geral, a manifestação sobre os documentos da administração (relatório da administração e demonstrações financeiras) a serem submetidos à assembleia geral ordinária, a seleção e destituição de auditores independentes da companhia²⁵, se houver. Ainda, a depender do estatuto social, caberá ao conselho de administração manifestar-se sobre determinados atos e contratos a serem praticados ou celebrados pela companhia, bem como a alienação de bens e prestação de garantias.

Em atenção ao artigo 140 da Lei das Sociedades por Ações, o conselho de administração será composto por três membros, no mínimo²⁶, os quais serão eleitos, e destituíveis a qualquer tempo, pela assembleia geral, para mandato não superior a três anos, sendo, no entanto, permitida a reeleição. Apesar de ser obrigatório que todos os membros do conselho de administração sejam pessoas naturais, desde a vigência da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, a participação nesse órgão deixou de limitar-se aos acionistas da companhia, superando

²⁴ Segundo Nelson Eizirik, “o caráter coletivo das decisões do conselho de administração decorre da necessidade de proteção aos acionistas, uma vez que o órgão absorve grande parcela dos poderes da assembleia geral” (EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 267).

²⁵ “Auditor independente é profissional ou empresa de auditoria externa, sem vínculos de subordinação com a sociedade auditada, que presta serviços de revisão das demonstrações financeiras ou de determinados registros contábeis, verificando sua adequação à lei e aos princípios gerais de contabilidade geralmente aceitos. Quando menciona o auditor independente, a lei está se referindo ao profissional que presta serviços de revisão integral das demonstrações financeiras, e não o auditor externo contratado para um serviço específico, como auditar procedimentos de cumprimento de obrigações tributárias para apurar eventuais contingências fiscais. Nas companhias abertas, em que é obrigatória a auditoria independente das demonstrações financeiras, a CVM disciplina o escopo mínimo do trabalho do auditor de modo a assegurar a padronização dos trabalhos desses profissionais” (LEÃO JR., Luciano de Souza. *Conselho de administração e diretoria*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 769).

²⁶ A exigência legal se justifica não somente em razão do caráter colegiado do conselho de administração, mas também dos impasses decorrentes de eventual empate.

o tão criticado anacronismo legal fundado na concepção de que o conselho de administração seria um órgão destinado a acionistas, na posição de pessoas com maior interesse nos destinos da companhia, ao passo que a diretoria constituiria órgão técnico, de gestão, que atuaria a fim de produzir lucros²⁷. Nesse sentido e destacando o caráter estritamente formal da exigência, Modesto Carvalhosa destaca:

Com a implantação dos padrões de governança nas companhias, essa visão de alocar os controladores e os minoritários no conselho foi substituída pela cada vez maior profissionalização dos integrantes desse órgão, sejam eles representantes da comunhão de controle, sejam os independentes e ainda os eleitos pelos minoritários. Por todas essas razões, a dispensa legal do requisito de ser acionista para, somente assim, integrar o conselho de administração, *ex vi* do art. 146, com a redação dada pela Lei n. 12.431, corresponde ao princípio da utilidade da norma jurídica, que não deve ser editada para promover formalismos e ritos desnecessários, para não dizer impeditivos do contínuo aperfeiçoamento das relações no âmbito do Direito.²⁸

A despeito da independência que visa a assegurar o artigo 154, §1º²⁹ da Lei das Sociedades por Ações, exsurge da crescente especialização e profissionalização do órgão, alinhada com as novas tendências societárias, bem como em atenção ao *corporate governance*, uma tendência de se reduzir o número de conselheiros ligados ao acionista controlador por meio da eleição de número cada vez mais expressivo de conselheiros externos e independentes. Conselheiros externos são aqueles que embora não possuam vínculo atual com a companhia, não se caracterizam como independentes, como, por exemplo, “ex-diretores e ex-empregados, advogados e consultores que prestam serviços à empresa, sócios ou empregados do grupo controlador, de controladas ou de companhias do mesmo grupo econômico e seus parentes próximos e gestores de fundos com participação relevante”³⁰. Por outro lado, de acordo com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (doravante referido como IBGC) conselheiros independentes são:

Conselheiros externos que não possuem relações familiares, de negócio, ou de qualquer outro tipo com sócios com participação relevante, grupos controladores, executivos, prestadores de serviços ou entidades sem fins lucrativos que influenciem

²⁷ MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 320.

²⁸ CARVALHOSA, Modesto, *op. cit.*, p. 110. Na mesma direção, Nelson Eizirik aponta que “na prática, a exigência era obedecida apenas formalmente, entregando-se 1 (uma) ação ao conselheiro, quando de sua posse, obrigando-se ele a devolvê-la quando deixasse o cargo” (EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 265).

²⁹ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. §1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

³⁰ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015, item 2.4, p. 45.

ou possam influenciar, de forma significativa, seus julgamentos, opiniões, decisões ou comprometer suas ações no melhor interesse da organização.^{31,32}

Conforme mencionado acima, o conselho de administração se caracteriza pela colegialidade, de modo que apenas vinculam a companhia as decisões tomadas em reunião regularmente realizada em atenção às disposições legais, regulamentares e estatutárias. Dessa forma, exceto quanto ao presidente do conselho de administração, a depender do que lhe atribuir o estatuto social, não detêm os demais membros do conselho de administração competências individuais.

Deve-se, no entanto, trazer à baila que a natureza do órgão e de suas decisões não isentam os conselheiros de certos deveres individuais. Nessa acepção, elucidativas as considerações feitas por Marcelo Vieira von Adamek, *in verbis*:

A LSA não prevê competência individual para os membros do conselho de administração, mas pressupõe, e previu, deveres próprios de sua atuação isolada. O exemplo talvez mais evidente parenteia-se no dever geral de fiscalização (pautado pelo *standard* legal de diligência) que cabe a cada um dos conselheiros e de cujo descumprimento resulta a responsabilidade solidária.³³

1.2.2 Diretoria

A diretoria é concebida como órgão obrigatório de todas as companhias, a cujos membros, os diretores, competem a gestão ordinária dos negócios sociais e, em regra, a representação da companhia³⁴. As atribuições dos diretores decorrem das regras legais, estatutárias e

³¹ Idem.

³² O regulamento do Novo Mercado determina que o conselho de administração seja composto por, no mínimo, dois conselheiros independentes – ou 20%, o que for maior. De acordo com o referido regulamento: Art. 16. O enquadramento do conselheiro independente deve considerar sua relação: I - com a companhia, seu acionista controlador direto ou indiretos e seus administradores; e II - com as sociedades controladas, coligadas ou sob controle comum. §1º Para os fins da verificação do enquadramento do conselheiro independente, não é considerado conselheiro independente aquele que: I - é acionista controlador direto ou indireto da companhia; II - tem seu exercício de voto nas reuniões do conselho de administração vinculado por acordo de acionistas que tenha por objeto matérias relacionadas à companhia; III - é cônjuge, companheiro ou parente, em linha reta ou colateral, até segundo grau do acionista controlador, de administrador da companhia ou de administrador do acionista controlador; e IV - foi, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da companhia ou do seu acionista controlador.

³³ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 22.

³⁴ De acordo com Marcelo Vieira von Adamek “é controvertido se haveria (e quais seriam) exceções à regra de que a representação cabe exclusivamente aos diretores. A primeira exceção a ser lembrada refere-se à representação da companhia durante a liquidação, que toca privativamente ao liquidante (LSA, art. 211). Cabe reconhecer que se trata de situação especial, pois não ocorre durante a vida ordinária da companhia, mas no período excepcional de sua liquidação. A segunda exceção envolve as situações raríssimas em que a companhia

(auto)regulamentares, conforme o caso. Afastando eventuais argumentos no sentido de que os poderes dos diretores decorreriam de contrato de trabalho, Modesto Carvalhosa evidencia que:

Estando os empregados, em virtude de sua relação de subordinação, submetidos às ordens e determinações dos diretores, é totalmente incompatível com os princípios da organização societária e trabalhista admitir que uma mesma pessoa exerça trabalho subordinado à diretoria e cargo nesse mesmo órgão. Posto isso, sendo o empregado eleito diretor, o vínculo de emprego permanece, ficando suspensos os efeitos do contrato de trabalho durante todo o seu mandato.³⁵

A diferença entre a diretoria e o conselho de administração não reside no caráter deliberativo desta e em alegado caráter executivo daquela, uma vez que ambos são órgãos decisórios. Com efeito, a distinção se verifica apenas em relação à forma de decisão³⁶: na diretoria, em regra, ela é individual, sendo, todavia, admitido que o estatuto social atribua à diretoria, quanto a determinadas matérias, caráter coletivo temporário, *ex vi* do parágrafo 2º do artigo 143 da Lei das Sociedades por Ações³⁷; por outro lado, no conselho de administração a decisão será sempre colegial. Ao ensejo, Modesto Carvalhosa assevera:

A diretoria não é um órgão coletivo permanente (§2º) na medida em que os diretores têm poderes e funções individuais de administração. Os membros do conselho, no entanto, não têm poderes nem funções individuais de gestão. O poder do conselho expressa-se via deliberação majoritária de seus membros. O poder da diretoria exprime-se pelos atos de gestão e de representação que, individualmente, exercem e praticam os diretores.³⁸

não tiver conselho de administração e ocorrer vacância de todos os cargos da diretoria, hipótese em que o acionista controlador deve praticar os atos urgentes de administração até a realização da assembleia geral (LSA, art. 150, §2º). A terceira exceção, cogitada por alguns doutrinadores, ocorreria durante a contratação de auditor independente por escolha do conselho fiscal (LSA, art. 163, §4º), quando então há quem entenda que o contrato de prestação de serviços poderia ser assinado diretamente pelo próprio presidente do conselho fiscal” (ibidem, p. 25).

³⁵ CARVALHOSA, Modesto, op. cit., p. 242. No mesmo sentido, Nelson Eizirik sustenta que “ainda que o artigo 157, §1º, alínea ‘d’, equivocadamente, mencione as ‘condições do contrato de trabalho’ firmados com os diretores, não é possível a cumulação das 2 (duas) figuras, diretor e empregado na mesma pessoa” (EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 298).

³⁶ Apurando ainda mais o traço distintivo entre a diretoria e o conselho de administração, Nelson Eizirik defende que a diferença fundamental não está propriamente na maneira como tais órgãos decidem, mas no “fato de que a diretoria, embora possa agir de forma colegiada ou não, deve sempre ter diretores com poderes para atuar individualmente; ou seja, a diretoria não constitui um órgão colegiado permanente. Já o conselho de administração sempre age mediante deliberação coletiva, não detendo seus membros, com exceção do presidente, a depender de norma estatutária expressa, atribuições individuais” (ibidem, p. 299).

³⁷ A título exemplificativo, Nelson Eizirik aponta que “em companhias sem conselho de administração, ademais, o estatuto pode prever que a diretoria desempenhará funções típicas daquele órgão, como fixar a orientação dos negócios da companhia, manifestar-se sobre determinados atos ou contratos, autorizar a alienação de bens do ativo permanente e propor à assembleia geral alterações estatutárias” (idem).

³⁸ CARVALHOSA, Modesto, op. cit., p. 237.

Em razão de suas atribuições individuais, verifica-se, pois, com relação aos diretores, certa margem de discricionariedade, limitada, sobretudo, pelo interesse social e pela consagração dos objetivos da sociedade, no âmbito da qual podem aplicar o seu conhecimento técnico. Nesse contexto, ganha ainda mais relevo a necessidade de que “o estatuto estabeleça detalhadamente as atribuições e poderes de cada diretor, disciplinando a organização interna da companhia, evitando superposições de funções e permitindo a sua responsabilização pessoal pelas infrações cometidas”³⁹.

Admite-se que o estatuto estabeleça número certo ou variado de membros da diretoria, observada, no entanto, a previsão plasmada no artigo 143 da Lei das Sociedades por Ações de que a companhia terá, ao menos, dois diretores, residentes no Brasil – em atenção ao artigo 146 da referida lei –, cujos prazos de gestão não serão superiores a três anos, permitida a reeleição. A eleição da diretoria competirá à assembleia geral ou ao conselho de administração, conforme a companhia adote o sistema monista⁴⁰ ou o dualista, respectivamente.

Em atenção ao disposto no parágrafo 3º do artigo 143 da Lei das Sociedades por Ações, apenas um terço, no máximo, dos membros do conselho de administração, poderão ser eleitos para compor a diretoria. De acordo com Luciano de Souza Leão Jr., “a norma evita que a dualidade de órgãos de administração seja eliminada de fato, mediante exercício, pelas mesmas pessoas naturais, da maioria dos cargos do conselho de administração e da diretoria”⁴¹.

1.2.3 *Indelegabilidade de funções da administração*

Orientado pelo princípio constitucional da separação de poderes constante do artigo 2º da Constituição da República Federativa do Brasil, promulgada em 5 de outubro de 1988, o

³⁹ EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 302.

⁴⁰ Nesse caso, comentando sobre a admissibilidade do processo de voto múltiplo para eleição dos diretores, Nelson Eizirik entende que “nada impede, porém, que o estatuto de companhia fechada adote tal sistema, desde que atribua à diretoria, além de suas funções de gestão e representação, competência para formular a estratégia geral dos negócios mediante reunião de seus membros; com efeito, não há qualquer norma imperativa vedando a utilização do voto múltiplo mediante opção dos acionistas expressa no estatuto” (ibidem, p. 301). Em sentido contrário, cf. CARVALHOSA, Modesto, op. cit., p. 240, e BRASIL. STJ, 1ª Seção, AR 259/DF, rel. Min. César Asfor Rocha, j. em 30 nov. 1993, publicada no DJU em 7 de março de 1994.

⁴¹ LEÃO JR., Luciano de Souza. *Conselho de administração e diretoria*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 751. Nelson Eizirik salienta que “ainda que a Lei das S.A. permita que até 1/3 (um terço) dos membros do conselho de administração sejam eleitos para cargos de diretores, não é recomendável tal “promiscuidade administrativa”, exceto para companhias de menor porte ou com escassez de recursos, uma vez que se confundem as figuras dos fiscalizados com os seus ‘fiscais’” (EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 302-303).

princípio da indelegabilidade de funções aplicado ao direito societário visa a estabelecer parâmetros por meio dos quais seja possível o controle de legitimidade do exercício das atribuições de cada um dos órgãos que integram as companhias. Levando em consideração o caráter institucional das sociedades anônimas, decorrente, dentre outros motivos, do grande número de sócios – os quais possuem responsabilidade limitada ao preço de emissão das ações que cada um subscreveu ou adquiriu, que, inclusive, podem, a qualquer momento, ser transferidas –, faz-se necessária a regulação estatal sobre a competência de cada um dos órgãos da administração, de modo a proteger não apenas os acionistas, mas também o mercado em geral⁴².

Além disso, a indelegabilidade de funções consagra o princípio da especialização, de acordo com o qual, conforme Modesto Carvalhosa:

Por imposição legal, cada um dos órgãos sociais tem uma função determinada, da qual não pode cada órgão ser privada e à qual não pode renunciar. A ideia da especialização vem, portanto, no Direito Societário, na sua feição institucional, substituir a da hierarquização de poderes que prevalecia na concepção contratualista da sociedade anônima. Desse princípio de especialização decorre o de separação de poderes consubstanciado em órgãos necessários que, por isso, não podem ser suprimidos pelo estatuto.⁴³

Não obstante, trata-se de uma indelegabilidade relativa, tendo em vista que a Lei das Sociedades por Ações admite a delegação de certos poderes em determinados casos⁴⁴. De todo modo, tais exceções à indelegabilidade são taxativas, competindo, pois, somente à lei sobre elas dispor.

1.3 Aspectos da relação obrigacional da administração

Consiste a função do administrador na prática de um conjunto de atos destinados à satisfação do interesse social subjacente à própria companhia, dentre os quais figuram negócios

⁴² Ibidem, p. 262.

⁴³ CARVALHOSA, Modesto, op. cit., p. 102.

⁴⁴ À título ilustrativo, Nelson Eizirik indica: “como a companhia é composta por órgãos especializados, cujas atribuições são indelegáveis, apenas a Lei das S.A. pode estabelecer exceções a este regime, como ocorre nos casos em que admite que os administradores, havendo urgência, possam confessar a falência ou requerer recuperação judicial (artigo 122, parágrafo único) ou faculta a delegação de competência da assembleia geral para o conselho de administração, na companhia aberta, quanto à oportunidade de emitir debêntures (artigo 59)” (EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 263).

jurídicos⁴⁵ e atos materiais⁴⁶. O poder de representação da companhia envolve a prática de negócios jurídicos no âmbito dos quais o administrador manifesta a vontade da companhia, com a intenção de criar, modificar ou extinguir diretos⁴⁷. Por outro lado, na atividade administrativa *interna corporis*, isto é, no exercício do poder de gestão, verifica-se, sobretudo, a realização de atos materiais⁴⁸.

Ante o exposto, tem-se que a relação obrigacional dos administradores desenvolve-se em torno de uma obrigação positiva de fazer (*obligatio faciendi*)⁴⁹. Merece, ainda, destaque, especialmente para fins da discussão acerca da responsabilização dos administradores, a distinção entre obrigações de meio e de resultado. Segundo Caio Mário da Silva Pereira:

Nas obrigações de resultado, a execução considera-se atingida quando o devedor cumpre o objetivo final; nas de meio, a inexecução caracteriza-se pelo desvio de certa conduta ou omissão de certas precauções, a que alguém se comprometeu, sem se cogitar do resultado final. [...] Como bem distingue a doutrina, na obrigação de resultado a essência da prestação é o bem jurídico almejado, ao passo que na obrigação de meio o devedor se obriga a envidar esforços para atingir certo objetivo, não se comprometendo, no entanto, a obtê-lo.⁵⁰

A distinção acima apontada reflete-se no tratamento conferido às partes no que tange à distribuição do ônus da prova. Se de um lado, quando a obrigação for de resultado, seja necessário que o devedor demonstre – para que não seja subjetivamente responsabilizado –, que é alheio ao motivo que inviabilizou o resultado, sendo a obrigação de meio, caberá ao credor demonstrar a falta de diligência do devedor⁵¹.

Embora exista certa tendência de se questionar a responsabilidade dos administradores em razão de não terem obtido êxito em angariar receitas para a companhia, em verdade, o

⁴⁵ Caio Mário da Silva Pereira conceitua negócios jurídicos como “declarações de vontade destinadas à produção de efeitos jurídicos queridos pelo agente” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*, vol. I. 27 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 400).

⁴⁶ Conforme doutrina de Orlando Gomes “os atos materiais são expressão de simples atuação da vontade, manifestações do comportamento humano, nas quais o elemento intencional é irrelevante, eis que não têm a finalidade de produzir evento psíquico na mente de outrem. Não se destinam a ser levados ao conhecimento de outras pessoas” (GOMES, Orlando. *Introdução ao direito civil*. 20 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 201).

⁴⁷ SACRAMONE, Marcelo Barbosa, op. cit., p. 155.

⁴⁸ Marcelo Barbosa Sacramone aponta que “como ato material, podem ser indicados a confusão, comissão ou adjunção realizada pelo administrador dentro do processo produtivo, assim como a direção e organização interna dos recursos ao desenvolvimento da atividade da companhia, já que não existiria um declaração de vontade da pessoa jurídica, como típico elemento do negócio jurídico” (idem).

⁴⁹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*, vol. II. 27 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p. 57.

⁵⁰ *Ibidem*, p. 47-48.

⁵¹ NEVES, José Roberto de Castro. *Direito das obrigações*. 2 ed. Rio de Janeiro: GZ Ed., 2009, p. 115.

tratamento legal conferido ao assunto se preocupa em avaliar a conduta dos administradores, e não o resultado delas obtido. De fato, não estão os administradores adstritos à consecução de resultados, mas sim a agir, enquanto gestor ou condutor (*policy maker*), nas companhias de capital disperso, de acordo com padrão de comportamento apropriado para a consagração do interesse social. Nesse sentido, vinculam-se os administradores a obrigações de meio. Ao ensejo, notáveis são as considerações aventadas por Marcel Vieira von Adamek, *in verbis*:

O que os acionistas legitimamente podem esperar e exigir, sim, é que os administradores atuem de forma idônea a cumprir com a finalidade lucrativa da companhia, mas não podem pretender responsabilizá-los por não terem feito fortuna. Ou seja, os administradores não se obrigam a obter resultados econômicos positivos, senão a realizar atividade apropriada e voltada para esse fim. Logo, o dano pela companhia não basta, por si só, para deflagrar o dever de indenizar.⁵²

Ao agir de forma diligente, o administrador se resguarda quanto a eventuais erros de avaliação e de decisão ao gerir a sociedade, ou ao comandá-la, tratando-se de companhia com capital disperso. “Desse modo, não responde o administrador pelo resultado de sua gestão (ou comando) quando regular e diligentemente exercitada”⁵³. Vislumbra-se que, nesse cenário, se torna imprescindível a análise dos deveres impostos aos administradores, dentre os quais se insere o de diligência acima tangenciado, para delimitação não apenas do escopo de atuação dos administradores, mas também da responsabilidade que lhes é imputável.

⁵² ADAMEK, Marcelo Vieira von, op. cit., p. 133.

⁵³ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 844.

2 DEVERES DE CONDUTA DOS ADMINISTRADORES

Em razão do fenômeno da segregação entre propriedade e gestão referido no capítulo anterior, faz-se pertinente a delimitação dos deveres dos administradores, de modo a impedir ou, conforme o caso, orientar eventual revisão dos atos por eles praticados. Tal mecanismo visa a assegurar aos acionistas e à companhia uma forma de controle da atuação da administração e, ao mesmo tempo, garantir aos administradores o exercício do poder que lhes foi atribuído.

O tratamento conferido pela Lei das Sociedades por Ações aos deveres de conduta dos administradores, conforme ensina Luiz Antonio de Sampaio Campos, “tem a conveniência de conferir ao administrador e ao intérprete da lei um guia seguro que deve orientar a atuação dos administradores, sobre o que devem e o que não devem fazer, facilitando, por outro lado, a apuração de sua responsabilidade em caso de não observância”⁵⁴. Neste capítulo, pois, proceder-se-á a uma breve análise dos deveres da administração previstos na Lei das Sociedades por Ações, de forma a verificar os padrões de comportamento – no âmbito dos quais se estabelecem os limites de suas respectivas responsabilidades –, que devem ser observados pelos administradores no que concerne ao desempenho de suas funções.

Em decorrência dos poderes outorgados aos administradores para gestão de bens de terceiros, é-lhes imposta uma série de deveres que deve pautar o exercício das atribuições de administração. Conforme destaca a doutrina, embora, a princípio, tais deveres devam se manifestar no escopo da relação entre administradores, companhia e acionistas, a sujeição dos administradores é estabelecida por lei. Nesse sentido, Modesto Carvalhosa e Luiz Fernando Martins Kuyven apontam que “embora os administradores assumam tais deveres para com a companhia e seus acionistas, não têm seu poder-dever derivado da vontade da companhia, mas da Lei, a qual pode ser complementada pelo estatuto social e pelos usos e costumes (boa-fé objetiva)”⁵⁵.

O legislador brasileiro, ao editar a Lei das Sociedades por Ações, optou por uma enunciação pedagógica dos deveres impostos aos administradores, almejando facilitar a

⁵⁴ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. *In*: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 791.

⁵⁵ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins, op. cit., p. 840.

intelecção dos julgadores, intérpretes, advogados e dos próprios administradores. De acordo com Luiz Antonio de Sampaio Campos:

Ao contrário de outros sistemas jurídicos, que trazem apenas as hipóteses de responsabilização dos administradores – o que obriga o intérprete a extrair da norma os seus deveres, a lei brasileira é explícita ao prever de forma meticulosa os principais deveres a que estão sujeitos os administradores.⁵⁶

Deve-se, contudo, enfatizar que a Lei das Sociedades por Ações apresenta os deveres dos administradores analítica e sinteticamente, prevendo, assim, não apenas condutas e obrigações específicas, mas também deveres genéricos. No entanto, de acordo com o supracitado autor, “a despeito de estar previsto um dever, uma conduta ou uma responsabilidade específica em algum ponto da LSA, tal fato não afasta a aplicação dos critérios de aferição de condutas e responsabilidades previstas genericamente nos artigos 153 a 159 da LSA”⁵⁷. Ganham, pois, destaque os deveres sinteticamente estabelecidos.

Sobre tais deveres passar-se-á a discorrer, analisando-os como *standards*, isto é, padrões gerais de conduta, na medida em que outorgam ao intérprete considerável liberdade de interpretação. Tal liberdade, todavia, deve ser utilizada de forma consciente e com parcimônia, para que não haja a subversão da razão de sua existência, qual seja, a concessão de certa plasticidade às normas, viabilizando que se amoldem aos comportamentos e valores adotados em determinada época. Conforme salienta Luiz Antonio de Sampaio Campos:

Essa liberdade, típica das cláusulas gerais e dos conceitos jurídicos indeterminados, deve, porém, ser usada de forma inteligente e cuidadosa, a manter o sistema íntegro, para não desencorajar e afastar pessoas honestas e competentes dos cargos de administradores, e também de modo a não criar um sistema que as entorpeça a ação com uma burocracia prejudicial à vida da companhia, afastando-as do risco inerente ao negócio.⁵⁸

Para os presentes fins, será concedida especial atenção ao dever de diligência, em razão da sua posição de destaque para a compreensão e análise da *business judgment rule*. Em seguida, traçar-se-ão breves notas acerca dos deveres de lealdade, de informar e de evitar conflito de interesses, delineando seus respectivos contornos e evidenciando suas nuances, as quais devem ser consideradas pelo intérprete na análise do caso concreto.

⁵⁶ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 791.

⁵⁷ Ibidem, p. 792.

⁵⁸ Idem.

2.1 Dever de diligência

Tal como enuncia a exposição de motivos da Lei das Sociedades por Ações, as normas da seção IV do capítulo XII da Lei das Sociedades por Ações, denominada Deveres e Responsabilidades, “são, em sua maior parte, meros desdobramentos e exemplificações do padrão de comportamento dos administradores definido pela lei em vigor – o do ‘homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios’”⁵⁹. Nesse sentido, ao introduzir a regulamentação relativa ao dever de diligência, o artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações estabelece que “o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.

Embora tradicionalmente o direito brasileiro vincule a figura do homem ativo e probo ao modelo do *bonus pater familias*, para o tema em discussão, o comportamento do bom pai de família, que se revela incompatível com a assunção de riscos, não atenderia plenamente aos interesses sociais, os quais demandam posturas criativas e inovadoras⁶⁰. Mais consagrada, pois, é a interpretação de que o artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações tem como referência o comportamento esperado do homem de negócios. Nessa direção, Luiz Antonio de Sampaio Campos pontua que:

Com efeito, o critério da LSA está intimamente ligado ao do homem de negócios, o *businessman* do direito anglo-saxão, e não ao do bom pai de família do direito romano. Exige-se que o homem seja ativo e probo, que tenha aptidão para a realização de negócios. Justamente por essa razão é que o legislador não se valeu do conceito previsto no Código Civil, mas sim daquele que constava do Código Comercial, por entender que o padrão do comerciante seria muito mais apropriado do que o do homem comum. Trata-se de um padrão que, a um só tempo, é, de um lado, mais rigoroso, porque exige aptidão para o comércio e, de outro, mais flexível, porque reconhece a realidade na qual se insere, notadamente o risco inerente à atividade empresarial.⁶¹

No mesmo sentido, Nelson Eizirik assevera que:

⁵⁹ Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda.

⁶⁰ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração das companhias e a business judgment rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 61.

⁶¹ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. *In*: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 801. Ainda, defende o autor que “essa distinção faz sentido e é pertinente, pois o comportamento do bom pai de família não se ajusta ao administrador da companhia. O modelo teórico do bom pai de família, proveniente do direito romano, remete a uma pessoa conservadora e avessa a riscos, preocupada mais em preservar o patrimônio do que em aumentá-lo” (ibidem, p. 802).

Tratando-se de administrador de sociedade anônima, exige-se algo mais que o cuidado do bom pai de família; com efeito, incumbe ao administrador atuar buscando a consecução do objeto social e visando à obtenção de lucros (artigo 2º). Assim, o bom pai de família deve manter o patrimônio, já o administrador da companhia deve buscar complementá-lo. A gestão do bom pai de família é caracterizada pela prudência, enquanto a atuação do administrador, voltada para a realização de lucro, envolve necessariamente a assunção de riscos.⁶²

Destaca-se, ainda, que o conteúdo do dever diligência não foi, sequer exemplificativamente, definido pela legislação. Tal opção legislativa decorre do fato de que o dever de diligência impõe comportamentos extremamente variáveis a depender do contexto em que se insira a atuação do administrador. Desse modo, conforme observa Pedro Henrique Castello Brigagão, “o legislador certamente erraria se tentasse impor aos administradores um dever de diligência objetivo, estabelecendo um rol de condutas recrimináveis”⁶³. Com efeito, não há somente uma forma de atuação diligente, mas sim uma série de comportamentos que, no caso concreto, podem se revelar adequadas e congruentes com o dever de diligência.

Tem-se, pois, em razão do tratamento conferido pelo ordenamento pátrio, que o caracteriza como um *standard*, o dever de diligência deve ser interpretado com fulcro nas circunstâncias concretas. Desse modo, ao referir-se a cuidado e diligência, no referido artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações, o legislador confere-lhes caráter não rígido, devendo suas respectivas interpretações serem realizadas de forma ampla. Como salientado pelo Colegiado da CVM:

O *standard* é propositadamente abrangente justamente para abrigar diversas circunstâncias e peculiaridades. Independe de qualquer regulamentação. Deriva de conceitos que o cidadão comum considera como válidos em determinada época. A enumeração das regras de conduta que devem ser seguidas pelo administrador é praticamente impossível. Por isso a lei opta por estabelecer um padrão que será apreciado à luz da experiência do julgador.⁶⁴

Com base na doutrina e jurisprudência, decompõe-se o dever de diligência em cinco aspectos, quais sejam, os deveres de: (i) qualificar-se para o exercício do cargo; (ii) bem administrar; (iii) informar-se; (iv) investigar; e (v) vigiar⁶⁵. O primeiro dos referidos deveres

⁶² EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 350.

⁶³ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 62.

⁶⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Inquérito Administrativo CVM 04/1999, rel. Norma Jonssen Parente, j. em 17 abr. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/anejos/2002/20020417_PAS_0499.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

⁶⁵ PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 101.

evidencia que o administrador deve possuir ou adquirir conhecimentos mínimos com relação às atividades desenvolvidas pela companhia. Embora não se possa exigir do administrador que seja perito e domine os conhecimentos técnicos pertinentes a todas as áreas da companhia, com um comportamento diligente, o administrador é capaz de obter as informações necessárias ao exercício de suas atribuições. Nessa toada, Nelson Eizirik esclarece que:

O administrador não precisa ser um técnico altamente especializado em todas as matérias que possam ser submetidas a sua apreciação, mas sim uma pessoa com conhecimentos gerais a respeito das atividades desenvolvidas pela companhia que administra, com capacidade para tomar decisões de maneira refletida e responsável e supervisionar os negócios sociais.⁶⁶

De todo modo, faz-se necessário que o administrador possua conhecimentos mínimos acerca da empresa, de modo que, a partir destes, possa progredir na análise dos assuntos sobre os quais lhe compete deliberar. Caso sequer tenha tais conhecimentos básicos, não deverá o administrador aceitar o cargo para o qual foi eleito.

Ao analisar o referido artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações, Flávia Parente destaca que a opção legislativa quanto ao tratamento conferido ao dever de diligência não é suficientemente consentânea com o mundo atual, tendo em vista que o artigo em comento não é expreso quanto à necessidade de qualificação técnica para o desempenho da função de administrador⁶⁷. De acordo com a autora, “na realidade, a complexidade dos negócios desenvolvidos no âmbito do mundo empresarial atual exige, cada vez mais, a profissionalização dos administradores das sociedades anônimas”⁶⁸.

O dever de bem administrar, por sua vez, corresponde ao poder-dever outorgado pelos acionistas aos administradores e tem como parâmetro as atividades constantes do objeto social da sociedade. Ademais, é indispensável que os administradores atuem visando à consagração do interesse social, que fundamenta o próprio desenvolvimento da empresa.

⁶⁶ EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 353.

⁶⁷ Segundo Flávia Parente, “verifica-se, portanto, que o dever de diligência de um bom pai de família imposto aos administradores de sociedades anônimas, tal como previsto na Lei Societária brasileira, encontra-se inadequado aos tempos atuais, devendo ser ampliado o conceito de diligência com o objetivo de se evidenciar a necessidade de qualificação técnica para o desempenho de tal função” (PARENTE, Flávia, op. cit., p. 107).

⁶⁸ Ibidem, p. 106. Na mesma direção, Modesto Carvalhosa assevera que “não basta, em nosso direito, por sua inquestionável feição institucional, que o administrador atue como homem ativo e probo na condução de seus próprios negócios. São insuficientes os atributos de diligência, honestidade e boa vontade para qualificar as pessoas como administradores. É necessário que se acrescente a competência profissional específica, traduzida por escolaridade ou experiência e, se possível, ambas” (CARVALHOSA, Modesto, op. cit., p. 368).

De acordo com o artigo 2º, *caput* e parágrafo 2º da Lei das Sociedades por Ações, “pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes”, sendo que “o estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo”. Desse modo, é indispensável que os administradores, ao praticar os atos que competem aos seus cargos, observem o objeto social da companhia, o qual, aliás, manifesta-se como expressão de tal interesse comum dos sócios. Nesse contexto, torna-se indispensável a análise de Luiz Antonio de Sampaio Campos acerca da definição de objeto social:

O objeto social é a cláusula central do contrato de sociedade, em torno do qual gravitam as demais, pois representa essencialmente o risco a que os sócios acederam se submeter à vista da expectativa de geração de lucro. E é em torno do objeto social que se concentra a chamada comunhão de escopo, que caracteriza o contrato de sociedade.⁶⁹

A despeito da previsão contida no referido parágrafo 2º do artigo 2º da Lei das Sociedades por Ações, resta evidente que o objeto social “compreende um certo âmbito de atividade, sendo determinado por essa atividade e não propriamente por atos específicos, os quais corporificam os meios de atividades em si”⁷⁰. Admite-se, assim, a prática, pela administração, de atos e negócios jurídicos que, embora não constem expressamente do objeto social da companhia, estejam orientados ao desempenho do objeto social e, então, à consecução do interesse social.

Trata-se, pois, de reconhecer que, se por um lado, o objeto social vincula a atuação dos administradores, por outro, outorga-lhes uma margem de discricionariedade, nos limites da qual há espaço para exercício da liberdade de escolha. Nesse sentido, elucidativas são as considerações de Flávia Parente:

Toda a atuação dos administradores deve ser dirigida a um determinado fim – o interesse social –, motivo pelo qual pode-se dizer que a atividade dos administradores é vinculada. No entanto, os administradores podem escolher de forma discricionária os meios adequados para atingir tal objetivo. [...] Os administradores têm o dever de praticar os atos de gestão e de representação para os quais foram designados, devendo exercer de fato seus poderes.^{71,72}

⁶⁹ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. *In*: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 808.

⁷⁰ PARENTE, Flávia, op. cit., p. 109.

⁷¹ *Ibidem*, p. 110.

⁷² Nessa direção, Luiz Antonio de Sampaio Campos assevera que “o objeto social tem, ainda, a função de circunscrever a liberdade e da própria assembleia, no sentido de que limita as atividades que a companhia pode

O dever de se informar é caracterizado como o aspecto formal do dever de diligência, tendo em vista que impõe parâmetros a serem observados quando da tomada de decisões⁷³. Com efeito, os administradores têm a obrigação de obter o maior volume de informações possível de modo a dar substância aos motivos que os levam a tomar suas respectivas decisões. Ainda, conforme lição de Nelson Eizirik, a obrigação de obter informações pode ser decomposta em dois deveres:

O primeiro, de natureza estrutural, relativo ao conhecimento que o administrador deve ter sobre o andamento ordinário dos negócios da companhia; o segundo, conjuntural, referente às operações concretas em que a companhia se envolve, que não se inserem no curso da gestão ordinária, como são, por exemplo, uma incorporação, cisão, aquisição de controle, etc.⁷⁴

Revela-se necessário que os administradores obtenham informações não somente sobre os negócios em geral desenvolvidos pela companhia, mas também dos atos constitutivos da companhia (e de suas eventuais alterações), dos poderes inerentes aos seus respectivos cargos, das dificuldades enfrentadas no desenvolvimento da empresa e da legislação e regulamentação aplicáveis à sociedade e ao seu ramo de negócio. Além disso, decorrem das informações obtidas com base no dever em comento as obrigações de confirmação, revisão e apreciação crítica, pelos administradores, de eventuais relatórios, elaborados, interna ou externamente, relacionados à companhia. Tais obrigações serão abordadas a seguir, com relação ao dever de investigar.

Não obstante, considerando a dinâmica empresarial, deve ser analisado o nível de informações que pode ser exigido dos administradores, isto é, os critérios que devem ser levados em consideração para que os administradores possam se resguardar de eventual responsabilização por descumprimento do dever de diligência. Não parece razoável e, muitas vezes é, inclusive, indesejável, que o administrador atue apenas após esgotar todas as possíveis fontes de informação, tendo em vista que esse processo envolve, na maioria das vezes, um significativo custo e decurso de tempo capaz de resultar na perda de oportunidades de negócios.

exercer” (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. *In*: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 808).

⁷³ SIMÕES, Paula Cristina Raposo Rodrigues Cabriz. Os deveres de diligência e de lealdade dos administradores das sociedades anônimas. 1998. Dissertação (Mestrado em Direito – Ciências Jurídico-comerciais) – Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 1998 apud PARENTE, Flávia, op. cit., p. 117.

⁷⁴ EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 353-354.

Desse modo, o que se espera e é exigível dos administradores, considerando a referida limitação ao dever de se informar, é que, dentro de um critério de razoabilidade, obtenham as informações que, no caso concreto, se revelem razoáveis, pertinentes, necessárias e não excessivas⁷⁵. Nessa mesma direção, Paula Cristina Raposo Rodrigues Cabriz Simões defende que:

A obtenção de informações adicionais e mais completas tem vantagens que se refletem numa decisão mais acertada, mas têm também custos para a administração da sociedade, uma vez que a eficácia da decisão poderá ser prejudicada pela demora da mesma. Cabe pois à administração da sociedade, em cada caso concreto, fazer o balanço entre as vantagens e as desvantagens da pesquisa e recolha de informação mais completa.⁷⁶

Diante de tais considerações, evidencia-se que este se trata de ambiente em que não há espaço para extremismos, seja pelo Poder Judiciário, seja pela CVM, uma vez que “o rigor demasiado no julgamento do dever de diligência [...] pode levar os administradores a uma atitude de paralisia ou de tal cautela que evitem assumir quaisquer riscos, que são da essência da atividade empresarial”⁷⁷. Desse modo, adverte Luiz Antonio de Sampaio Campos que:

A informação necessária deverá ser examinada casuisticamente, à luz das circunstâncias específicas, não se devendo, inclusive, afastar o caráter subjetivo, no sentido de que quem deve, em princípio, julgar quais informações são necessárias para a tomada de decisão é o próprio administrador, notadamente em razão do corolário já estabelecido de que o julgador não se deve fazer substituir ao administrador, quanto ao mérito da decisão tomada.⁷⁸

Quanto ao dever de investigar, inicialmente, cumpre destacar que está intrinsecamente relacionado ao dever de se informar, acima mencionado, bem como ao dever de vigiar, sobre o

⁷⁵ EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 354.

⁷⁶ SIMÕES, Paula Cristina Raposo Rodrigues Cabriz, op. cit., p. 115 apud PARENTE, Flávia, op. cit., p.118. Ainda, mister trazer à baila que, no julgamento do caso *Smith v. Van Gorkom*, considerado o *leading case* norte-americano acerca do dever de obter informações, no âmbito do qual houve a responsabilização dos administradores da *Trans Union Corporation* em razão da aprovação da venda da companhia sem que estivessem devidamente informados quanto à operação, a Suprema Corte de *Delaware* entendeu que “a determinação de que o julgamento do negócio baseia-se ou não em informações verifica se os conselheiros analisaram ou não todas as informações relevantes razoavelmente disponíveis antes de tomar a decisão referente ao negócio em questão” tradução livre, do original: “*the determination of whether a business judgment is and informed one turns on whether the directors have informed themselves prior to making a business decision of all of the material information reasonably available to them*” (MAJO, Jose Oriol Llebot. *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*. Madrid: Civitas, 1996, p. 65 apud PARENTE, Flávia, op. cit., loc. cit.).

⁷⁷ EIZIRIK, Nelson, op. cit., loc. cit.

⁷⁸ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 805-806.

qual se discorrerá a seguir. Com base no dever de investigar, aos administradores compete a verificação acerca da consistência, suficiência e higidez das informações por eles obtidas. Ademais, os administradores devem, de forma crítica, avaliar se as informações a que tiveram acesso indicam a existência de riscos capazes de prejudicar a companhia, hipótese na qual deverão agir visando a evitar que tais prejuízos se consolidem. Verifica-se, pois, que o dever de investigar se desenvolve em dois aspectos diferentes ao seu aproximar ora do dever de se informar, ora do dever de vigiar⁷⁹.

No entanto, em razão do grandioso volume de informações que envolvem uma determinada companhia, o dever de investigar deve permanecer latente até que sejam verificados pelos administradores elementos que lhes causem estranheza. Conforme síntese de Flávia Parente:

O dever de investigar somente se impõe diante das circunstâncias específicas que levem os administradores a acreditarem que existe algum tipo de risco, mesmo que potencial, para a companhia, ou seja, quando os administradores se encontrarem diante de situações que os coloquem em “estado de alerta”.⁸⁰

Levando, novamente, em consideração a dinâmica do mercado, faz-se necessário explorar, com relação ao dever de investigar, a existência de um âmbito de discricionariedade no qual se outorga aos administradores o poder de decidir o grau de aprofundamento com o qual devem investigar determinada informação que lhes deixou em alerta. É indispensável, pois, que a definição do plano de ação a ser adotado para a investigação de eventual incongruência

⁷⁹ Nesse sentido, Flávia Parente esclarece que “o dever de investigar apresenta dois aspectos: o primeiro determina que os administradores discutam criticamente a informação que, em decorrência do dever de se informar, eles têm o dever de obter; o segundo, relaciona-se com o dever de vigiar. [...] Ou seja, o dever de investigar obriga os administradores não apenas a examinarem se as informações disponíveis são suficientes ou se devem ser complementadas, como também lhes impõe o dever de averiguar se os fatos ou informações de que tenham conhecimento possam causar algum prejuízo à sociedade, hipótese em que deverão tomar as providências necessárias para evitá-lo” (PARENTE, Flávia, op. cit., p. 120-121). Como expressão do primeiro aspecto acima referido, a Instrução da CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, estabelece em seu artigo 25, *caput* e parágrafo 1º, incisos V e VI que: Art. 25. O emissor deve entregar as demonstrações financeiras à CVM na data em que forem colocadas à disposição do público. §1º As demonstrações financeiras devem ser acompanhadas de: [...] V – declaração dos diretores de que reviram, discutiram e concordam com as opiniões expressas no parecer dos auditores independentes, informando as razões, em caso de discordância; e VI – declaração dos diretores de que reviram, discutiram e concordam com as demonstrações financeiras.

⁸⁰ PARENTE, Flávia, op. cit., p. 122. No mesmo sentido, e indicando que se admite aos administradores que confiem nas informações que lhes são fornecidas, Nelson Eizirik entende que “os administradores podem e devem, em princípio, confiar nas informações que lhes são apresentadas por subordinados, auditores e outros profissionais, exceto se verificarem a existência de algum sinal de alerta, que indique a necessidade de uma mais detalhada investigação. Com efeito, seria impossível que o administrador conferisse pessoalmente todas as informações levadas ao seu conhecimento” (EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 355).

leve em consideração diferentes variáveis, tais como custo, tempo e razoabilidade, envolvidas na apuração pretendida⁸¹.

Por fim, o dever de vigiar, enquanto aspecto do dever de diligência, é o dever de os administradores fiscalizarem constantemente o desempenho das atividades da companhia. Trata-se de um dever inerente à condição de administrador que, por tal motivo, não é passível de delegação. Desse modo, ainda que haja a delegação de certas atribuições de um administrador a outro, tal delegação não será suficiente para eximir o delegante do seu dever de monitorar os negócios da companhia⁸².

Salienta-se, entretanto, que o dever de vigiar imposto aos administradores é, em regra, aquele exercido de forma sintética e não analítica, referindo-se, pois, a uma vigilância geral e não específica ou concreta. Desse modo, “não se exige dos administradores a supervisão de cada uma das atividades desenvolvidas pela companhia, mas o aconselhamento geral dos negócios sociais”⁸³. Caso contrário, o dever em questão poderia resultar na adoção pelos administradores de um comportamento contraproducente, na medida em que, visando a resguardarem-se quanto a eventuais responsabilizações, adotariam uma postura excessivamente conservadora inclusive no monitoramento dos atos e negócios mais simples da companhia. De acordo com a lição de Luiz Antonio de Sampaio Campos:

Caso se exigisse um dever de vigilância do dia a dia da companhia e dos atos singulares em geral, tal fato terminaria por criar um nível de responsabilidade incompatível com a atividade do administrador e, mais ainda, comprometeria a própria eficiência da administração em si, preocupação maior da doutrina, não só porque faria com que os administradores desviassem tempo e energia que deveriam estar devotados à administração da companhia para essa tarefa específica, cujos custos certamente seriam maiores do que o benefício, além da perda da eficiência da vigilância propriamente dita. É conhecida a estratégia de junto com uma informação importante enviar uma série enorme de informações sem importância, na esperança de que a primeira se dilua no meio das demais e, assim, passe despercebida ou da

⁸¹ Nessa linha, ressalta Flávia Parente que “a extensão da investigação está dentro do âmbito do poder discricionário do administrador, que deverá sopesar as vantagens e desvantagens de requerer um estudo mais aprofundado das informações que lhes foram encaminhadas. Caberá, assim, ao administrador examinar a oportunidade e a conveniência de promover uma maior investigação a respeito das informações que obteve” (PARENTE, Flávia, op. cit., p. 125).

⁸² Conforme observação de Flávia Parente, “mesmo na hipótese de delegação de poderes, não podem os administradores delegantes abandonarem seu respectivo dever de supervisão e de controles gerais. Saliente-se que o dever de vigiar se aplica, de maneira indistinta, a todos os administradores, quer tenha ocorrido, quer não, a delegação de poderes” (ibidem, p. 127).

⁸³ Ibidem, p. 128.

crítica que se tem feito ao excesso de informação, que cria o efeito apelidado de *blind by the light*.⁸⁴

No entanto, diante da relevância do caso concreto, a regra geral acima apresentada pode ser excepcionada para que seja abrangido, pelo dever de vigiar, o monitoramento analítico de determinadas atividades. Assim, levando em consideração as especificidades *in casu*, pode ser exigível dos administradores uma vigilância diferenciada que não se limite a um acompanhamento sintético dos negócios sociais rotineiros. Nesse sentido, fundamentais são as considerações de Flávia Parente:

A exceção à regra de que devem ser supervisionados apenas os aspectos gerais das atividades da companhia consiste na necessidade de se exigir eventualmente dos administradores uma vigilância especial quando estiverem sendo praticadas determinadas atividades que, em função de sua importância para os negócios da sociedade, demandem dos administradores um monitoramento mais acurado. A necessidade de um acompanhamento mais detalhado dos atos praticados na gestão da companhia e o grau de vigilância a ser exercido pelos administradores vão depender, logicamente, das circunstâncias de cada caso concreto.⁸⁵

2.2 Dever de lealdade

A Lei das Sociedades por Ações prevê, no *caput* do artigo 155, o *standard* do dever de lealdade da administração, em razão do qual estão os administradores obrigados a servir com lealdade à companhia, bem como a manter reserva sobre os negócios sociais, de modo a “requerer do administrador uma conduta de boa-fé e sempre no melhor interesse da companhia”⁸⁶. Em sequência, o referido artigo apresenta um rol exemplificativo de condutas comissivas e omissivas vedadas aos administradores, visando a evitar não apenas situações de conflito de interesses, mas também a utilização de informações e ativos da companhia em benefício próprio dos administradores⁸⁷. Acerca da lealdade dos administradores, Luiz Antonio de Sampaio Campos evidencia que:

A lealdade do administrador à companhia deve ser absoluta, indivisa e integral, no sentido de que, quando se tratar do interesse da companhia propriamente dita, a lealdade é inderrogável e, em princípio, não sofre relaxamento de qualquer espécie, ressalvado o grupo de sociedade e outras situações em que haja negócios com partes

⁸⁴ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. *In*: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 806.

⁸⁵ PARENTE, Flávia, op. cit., p. 128.

⁸⁶ EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 366.

⁸⁷ Idem.

relacionadas em que se receba o pagamento compensatório adequado, a teor do art. 245 da LSA.⁸⁸

A primeira conduta expressamente vedada pelo ordenamento como corolário do dever de lealdade é o uso, pelos administradores, em benefício próprio ou de outrem, independentemente de resultar em prejuízo à companhia, das oportunidades comerciais de que tenham conhecimento em razão do exercício de seus cargos. Trata-se da vedação à usurpação de oportunidade comercial, com base no fato de que o administrador, na qualidade de componente de um órgão social, “serve a sociedade, e não dela se serve, de sorte que qualquer oportunidade comercial de que tenha conhecimento no exercício de seu cargo deve ser utilizada em benefício da sociedade”⁸⁹.

Contudo, doutrina e jurisprudência indicam que não necessariamente o aproveitamento de determinada oportunidade comercial representará violação ao dever de lealdade, uma vez que, as circunstâncias do caso concreto podem evidenciar, por exemplo, que a companhia não teria recursos financeiros para aproveitar dada oportunidade, ou, ainda, que a companhia não poderia celebrar o referido negócio. Vislumbram-se, assim, situações em que eventual aproveitamento de uma oportunidade comercial pelo administrador seria considerado lícito⁹⁰.

Além disso, o inciso II do mencionado artigo 155 da Lei das Sociedades por Ações veda ao administrador “omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia”. Cumpre ressaltar que, com relação à primeira conduta, faz-se desnecessária a comprovação de dolo do administrador, uma vez que bastaria a verificação de omissão culposa, decorrente de negligência, por exemplo, para a configuração de violação à norma⁹¹. Quanto à segunda vedação, em razão da qualificação da intenção do administrador, o

⁸⁸ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. *In*: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 822.

⁸⁹ *Ibidem*, p. 823.

⁹⁰ Desse modo, Nelson Eizirik salienta que “nem todos os casos de aproveitamento de oportunidade comercial constituem infração ao dever de lealdade. Há alguns testes para se caracterizar a ilicitude do ato, desenvolvidos no direito societário norte-americano e aplicáveis em nosso sistema jurídico: (i) a possibilidade de utilização da oportunidade por parte da companhia; se ela não tem condições financeiras ou patrimoniais e aproveitar a oportunidade, não há usurpação; (ii) o fato de estar, tal oportunidade, inserida na linha de negócios da empresa, fazer parte de seu objeto social ou, pelo menos, ser de utilidade para o desenvolvimento de suas atividades empresariais; e (iii) o fato de poder acarretar, tal oportunidade, um benefício ou vantagem para a companhia” (EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 367).

⁹¹ Segundo Luiz Antonio de Sampaio Campos, “a omissão não precisa ser dolosa, se ficar provado que a omissão decorreu de falta de diligência, de lassidão, ficará caracterizada a quebra do dever de lealdade, uma vez que

ato ilícito restará constatado apenas na presença do elemento doloso, qual seja, a intenção de obter vantagem para si ou para outrem⁹².

O artigo em comento proíbe, ainda, no inciso III, o administrador de “adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir”. Apesar da dicção legal, autorizada doutrina entende que a violação a esse dispositivo pode ocorrer ainda que, em decorrência da transação, o administrador não aufera lucro. Com efeito, faz-se necessário, além de verificar se houve a obtenção de lucro, observar se a companhia incorrerá em prejuízo, tendo em vista que este pode ser caracterizado independentemente daquele⁹³.

Por fim, os parágrafos⁹⁴ do artigo 155 dispõem acerca do *insider trading*, reconhecido como a mais relevante infração ao dever de lealdade dos administradores de companhias abertas, que corresponde à negociação de valores mobiliários de emissão da companhia com base em informações privilegiadas que, portanto, ainda não estão disponíveis ao mercado em geral. Justifica-se a vedação porque, não sendo a informação dotada de publicidade, ocorre uma assimetria de informações que inviabiliza a adequada precificação dos valores mobiliários da companhia em questão pelo mercado, de sorte a favorecer ilicitamente aqueles que

este comportamento deve ser conjugado com o exigido no art. 153” (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 828).

⁹² EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 369.

⁹³ Nesse esteio, Luiz Antonio de Sampaio Campos deslinda que “a falta de lucro por parte do administrador no negócio não necessariamente o deixa isento de responsabilidade por descumprimento da vedação prevista no inciso III. É que não é necessariamente o lucro do administrador a preocupação da LSA, mas, sim, o prejuízo da companhia, que certamente pode ser um reflexo imediato do lucro do administrador, mas pode muito bem não o ser. A melhor interpretação estaria, então, em se verificar não só o lucro do administrador, mas também o eventual prejuízo da companhia, que poderia existir ainda que na ausência de lucro do administrador, como seria o caso da venda pelo mesmo preço de aquisição em momento em que o preço do mercado teria diminuído ou mesmo em situação em que a demora na revenda trouxesse prejuízos para a companhia, ou justificativa para isso” (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 830-831).

⁹⁴ §1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. §2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no §1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança. §3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação. §4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

eventualmente tenham conhecimento da informação privilegiada e, mesmo assim, negociem valores da companhia. Em síntese, Nelson Eizirik enfatiza que a prática do *insider trading*:

Trata-se de evidente modalidade de comportamento desleal, uma vez que o administrador compra ou vende os valores mobiliários emitidos pela companhia a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações relevantes, que são de seu exclusivo conhecimento.⁹⁵

2.3 Dever de evitar conflito de interesses

O conflito de interesses corresponde, no direito societário, a tema de acentuada relevância em razão da preocupação com a tutela do interesse social. A Lei das Sociedades por Ações trata do conflito de interesses em relação não apenas a acionistas (artigo 115, parágrafo 1º), mas também a administradores (artigo 156), estabelecendo, assim, o dever de evitar conflito de interesses. Conforme ensina Luiz Antonio de Sampaio, com ênfase no conflito de interesses no plano dos administradores:

Para que se caracterize o conflito de interesses qualificado na LSA, é necessária uma situação que implique obrigatoriamente um choque de interesses, uma colisão entre o interesse social e o pessoal do administrador, que faria com que um não pudesse prevalecer sem o sacrifício do outro.⁹⁶

O estudo do conflito de interesses decompõe-se na análise do conflito de interesses formal e do conflito de interesses substancial. Para que se verifique o conflito de interesses formal, também denominado conflito de interesses *lato sensu*, basta que o administrador e a sociedade se encontrem em polos distintos da relação jurídica, havendo, pois, entre eles interesses contrapostos, ainda que o negócio jurídico se qualifique como equitativo para ambas as partes⁹⁷.

O conflito de interesses substancial, por sua vez, manifesta-se quando o administrador pratica determinado ato visando a consagrar seu próprio interesse em detrimento do interesse social. Faz-se, então, necessária a análise do mérito do ato do administrador, de modo a

⁹⁵ EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 370.

⁹⁶ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 840. Nesse sentido, Nelson Eizirik assevera que “o conflito de interesses pode caracterizar-se quando ocorrer a satisfação do interesse individual mediante o sacrifício do interesse coletivo, e vice versa. Há portanto, conflito de interesse entre o administrador e a sociedade quando ele é portador, em determinada situação, de um dúplice e contraditório interesse social: o social e o particular, sendo que um não pode ser atendido sem que o outro seja sacrificado” (EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 379).

⁹⁷ Ibidem, p. 380.

identificar se há, de fato, sacrifício do interesse social. Trata-se, então, de uma investigação a ser realizada casuisticamente⁹⁸.

Embora exista certa divergência acerca do assunto, ganha destaque o entendimento de que a Lei das Sociedades por Ações adota o critério formal apenas quanto aos casos em que há vedação absoluta à contratação entre administradores e sociedade⁹⁹. Aos demais casos – isto é, quando existe vedação genérica –, aplica-se o critério substancial, devendo, pois, ser analisado no caso concreto se há conflito de interesses.

Tendo em vista que o artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações não estabelece as deliberações em relação às quais o administrador estaria absolutamente impedido de participar, conclui-se que o referido artigo adota o critério substancial. Nesse sentido, Nelson Eizirik conclui que:

Não existe, na norma, vedação à contratação em situação de conflito de interesses, mas sim algumas exigências que devem ser atendidas para a legitimação da operação. Obedecidas tais exigências, o administrador pode firmar contratos de qualquer natureza com a companhia, inclusive empréstimos, exceto no caso de uma instituição financeira.¹⁰⁰

As exigências a que se refere o autor são aquelas constantes do artigo 156, *caput* e parágrafo 1º da Lei das Sociedades por Ações. Desse modo, ao verificar que se encontra em conflito de interesses com a companhia, cumpre ao administrador cientificar os demais administradores acerca de seu impedimento, abstendo-se de deliberar quanto à operação¹⁰¹. Além disso, a operação deve ser realizada em condições razoáveis ou equitativas em comparação às práticas de mercado¹⁰², sob pena de anulação, devendo, nesse caso, o

⁹⁸ Nelson Eizirik esclarece que “para que se possa cogitar do conflito de interesse substancial, é indispensável que se examine o mérito do voto ou do ato, para verifica-se, concretamente, se o interesse social está ou não sendo sacrificado” (*idem*).

⁹⁹ Verifica-se tal vedação absoluta quanto à aquisição de bens que interessam à companhia e ao uso de informações privilegiadas a que se refere o artigo 155 da Lei das Sociedades por Ações.

¹⁰⁰ *Ibidem*, p. 382. O autor esclarece que, de acordo com a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, há vedação a empréstimos ou adiantamentos aos administradores de instituições financeiras, sob pena de imputação penal em razão de violação ao artigo 15 combinado com o artigo 25, ambos da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986.

¹⁰¹ Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

¹⁰² Art. 156, §1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

administrador interessado transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido devido ao negócio realizado em condições não equitativas¹⁰³.

2.4 Dever de informar

Justamente em razão dos impactos sobre os negócios das companhias abertas decorrentes das respostas do mercado às informações nele divulgadas, o direito, por meio do dever de informar, obriga os administradores à tutela da divulgação de informações (*disclosure*). Com efeito, o “processo de divulgação de informações”¹⁰⁴ cumpre diferentes funções para os diversos agentes que possuem interesse na companhia. Conforme lição de Nelson Eizirik:

Para os acionistas de companhias abertas, a transparência das informações financeiras reduz o risco de atuação incompetente ou desonesta dos administradores, assim como de utilização de informações privilegiadas. Ademais, permite-lhes saber quem controla ou tem participações minoritárias relevantes na companhia. Para os credores, o *disclosure* também é fundamental, uma vez que lhes possibilita melhor avaliar o risco de negociar com uma entidade cuja única garantia é o seu próprio patrimônio, dado o princípio da responsabilidade limitada dos sócios. Para o mercado, a informação também é essencial, uma vez que o conhecimento da situação financeira da companhia permitirá a “precificação” dos títulos por ela emitidos. Atualmente, conforme vem sendo demonstrado, o *disclosure* pode desempenhar um importante papel de melhorar as práticas da chamada “governança corporativa”.¹⁰⁵

O dever de informar constitui indispensável instrumento de regulação da companhia, com ênfase naquelas registradas perante a CVM como companhias abertas, autorizadas à capitalização pública por meio do mercado de capitais. Nesse sentido, a divulgação de informações representa aos investidores uma forma de controle de seus ativos, na medida em que, uma vez atualizados acerca das atos e fatos relevantes, são capazes de tomar decisões informadas quanto à exposição de seus patrimônios a riscos¹⁰⁶.

Destaca-se, neste contexto, a atuação fiscalizatória da CVM que, na qualidade de agência reguladora, realiza a supervisão pública do mercado de valores mobiliários. De acordo com Nelson Eizirik:

¹⁰³ Art. 156, §2º O negócio contratado com infração do disposto no §1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

¹⁰⁴ REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial, vol. 2. 29 ed. rev. e atual. por Rubens Edmundo Requião. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 276.

¹⁰⁵ EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 385-386.

¹⁰⁶ Ensina Nelson Eizirik que “corresponde, tal dever, ao direito subjetivo dos acionistas e dos investidores do mercado de serem informados” (ibidem, p. 388).

Assim, o Estado, por intermédio a agência reguladora – entre nós a Comissão de Valores Mobiliários –, não escolhe quais companhias podem ou não abrir o capital nem realiza exame de mérito sobre tais companhias e os títulos por elas publicamente ofertados, mas apenas obriga-as a divulgarem as informações previstas na legislação.¹⁰⁷

De modo geral, o dever de informar, tal como previsto no artigo 157 da Lei das Sociedades por Ações, visa a: (i) levar ao conhecimento público os valores mobiliários de titularidade dos administradores; (ii) combater a prática do *insider trading*; e (iii) impor a divulgação dos atos e fatos relevantes relacionados aos negócios das companhias¹⁰⁸. Cumpre observar que, conforme o caso, o exercício do dever de informar se manifesta de ofício, não sendo, pois, necessária qualquer provocação dos acionistas, tal como previsto para as hipóteses dos parágrafos 4º e 6º do mencionado artigo 157¹⁰⁹ da Lei das Sociedades por Ações.

¹⁰⁷ *Ibidem*, p. 387.

¹⁰⁸ No exercício de seu poder regulamentar, a CVM editou a Instrução da CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 acerca da divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplinando a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, bem como estabelecendo vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

¹⁰⁹ Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. [...] §4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. §6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

3 A BUSINESS JUDGMENT RULE

Conforme mencionado no capítulo acima, os deveres da administração são caracterizados, de forma geral, como padrões de conduta. Desse modo, torna-se indispensável a formulação de parâmetros, que devem ser observados pelo intérprete diante de casos concretos, para a imputação de responsabilidade à administração. Tem-se, pois, que o fato de os deveres dos administradores serem tratados como *standards*, cujos conteúdos revelam-se casuisticamente, faz com que ao intérprete sejam impostos limites à verificação de eventuais desvios cometidos pelos administradores, sob pena de se caracterizar um sistema de responsabilização incompatível com a própria natureza das companhias, que se valem da exposição a riscos como forma de obtenção de lucros.

Visando a assegurar certa margem de discricionariedade aos administradores, de modo que possam avaliar a conveniência e oportunidade de suas decisões, desenvolve-se a *business judgment rule* como regra que estabelece a presunção de que, “ao tomarem uma decisão empresarial, os administradores agiram com os conhecimentos e informações adequadas e de boa-fé, acreditando que ela atende aos interesses sociais”¹¹⁰, operando, pois, como fator de limitação da responsabilização dos administradores.

Neste capítulo inicialmente serão delineadas as características da *business judgment rule*, tal como concebida pela *common law*, principalmente pelo direito norte-americano. Em seguida, o referido instituto será analisado à luz do ordenamento jurídico brasileiro, de modo a verificar se é compatível com a Lei das Sociedades por Ações, bem como se é aplicado diante dos casos brasileiros que versam sobre a responsabilidade dos administradores julgados pela CVM¹¹¹.

¹¹⁰ Ibidem, p. 416.

¹¹¹ Nesse contexto, mas referindo-se à revisão judicial, Pedro Henrique Castello Brigagão ressalta que “juízes não são administradores e, por isso, não são os mais indicados para analisar o mérito da atuação desses profissionais. Não seria justo nem razoável, portanto, que eles dissessem como administradores deveriam ter agido para evitar prejuízos. Sua análise, então, deve se ater apenas à legalidade do procedimento decisório” (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 107-108).

3.1 Origem da *business judgment rule*

A origem da *business judgment rule*, conforme relata a doutrina, remete ao caso *Charitable Corporation v. Sutton*¹¹², julgado na Inglaterra em 1742. Naquela ocasião, de modo pioneiro o julgador evitou adentrar no mérito da decisão negocial, por entender que seria muito difícil de verificar a quebra de confiança em atos malsucedidos dos conselheiros praticados em conformidade com as suas respectivas atribuições. Nesse sentido, *in verbis*:

*Directors are most properly agents to those who employ them in this trust, and who empower them to direct and superintend the affairs of the Corporation. In this respect they may be guilty of acts of commission and omission, of mal-feasance or non-feasance. Now where acts are executed within their authority, [...] though attend with bad consequences, it will be very difficult to determine that these are breaches of trust; for it is by no means just in a judge after bad consequences have arisen from such executions of their power, to say that they foresaw at the time what must necessarily happen; and therefore were guilty of a breach of trust.*¹¹³

Não obstante a existência do referido precedente inglês, foi nos Estados Unidos que se viu a definição dos contornos da *business judgment rule*. A construção da regra, naquele país, remonta ao século XIX, sendo, no entanto, delineada a partir de uma série de julgamentos no estado de Delaware, no século XX. A doutrina aponta que, neste estado, o caso paradigmático a tratar a *business judgment rule* como instrumento que atribui aos administradores uma presunção de boa-fé foi o *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Co.* Conforme a decisão da Corte de Chancelaria de Delaware de 1924:

The directors of the defendant Corporation are clothed with the presumption which the law accords to them of being actuated in their conduct by a bona fide regard for the interests of the corporation whose affairs the stockholders have committed to their charge. This being so, the sale in question must be examined with the presumption in

¹¹² *Charitable Corp. v. Sutton*, 2 Atk. 400, 26 Eng. Rep. 642 (Ch. 1742) apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 108.

¹¹³ Conforme relatado em HOLLAND, Randy J. Delaware Directors' Fiduciary Duties: the Focus on Loyalty. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol 1, nº 3, 2009, p. 680 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 108-109: "Conselheiros são mais propriamente agentes para aqueles que os empregam nessa função de confiança e os outorgam poderes para dirigir e superintender os assuntos da Companhia. A este respeito, eles podem ser culpados por atos comissivos e omissivos, de desonestidade ou prevaricação. No entanto, quando os atos são executados dentro de sua autoridade, [...] embora resultem em consequências ruins, será muito difícil determinar a quebra de confiança; por não ser possível de modo algum apenas em um julgamento realizado depois de terem surgido os resultados ruins do exercício de seus poderes dizer que eles previram no momento o que iria acontecer necessariamente; e, portanto, foram culpados por uma quebra de confiança", tradução livre.

*its favor that the directors who negotiated it honestly believed that they were securing terms and conditions which were expedient and for the corporation's best interests.*¹¹⁴

Nesse mesmo sentido, manifestou-se a Suprema Corte de Delaware no âmbito do caso *Bodell v. General Gas & Electric Corp.* em 1927: “*if in the particular case there is nothing to show that the directors did not exercise their discretion for what they believed to be the best interest of the corporation, certainly an honest mistake of business judgment should not be reviewable by the Court*”¹¹⁵. Ainda, quando do julgamento do caso *Davis v. Louisville Gas Electric Co.*, em 1928, a Corte de Chancelaria de Delaware entendeu que:

*We have then a conflict in view between the responsible managers of a corporation and overwhelming majority of its stockholders on the one hand and a dissenting minority on the other – a conflict touching matters of business policy, such as has occasioned innumerable applications to courts to intervene and determine which of the two conflicting views should prevail. The response which courts make to such applications is that it is not their function to resolve for the corporations questions of policy and business management. The directors are chosen to pass upon such questions and their judgment unless shown to be tainted with fraud is accepted as final. The judgment of the director of corporations enjoys the benefit of a presumption that it was formed in good faith and was designed to promote the best interests of the corporation they serve.*¹¹⁶

Ao decorrer dos anos, os contornos e a aplicação da *business judgment rule* foram aperfeiçoados e sofisticados pela jurisprudência norte-americana, conforme será analisado a seguir. Ainda, dada a sua relevância e inegável contribuição no que tange à aferição de eventuais ilegalidades cometidas pelos administradores, passou-se a discutir, cada vez mais, sobre a

¹¹⁴ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Co.*, 126 A. 46. Del. Ch. 1924 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 112: “Os conselheiros da Companhia acusada são revestidos da presunção que a lei lhes concede de terem procedido em sua atuação de boa-fé, visando a consagrar os interesses da companhia no que tange aos assuntos que os acionistas atribuíram à competência de seus cargos. Assim sendo, a venda em questão deve ser examinada com a presunção favorável de que os conselheiros que a negociaram acreditavam honestamente que estavam firmando termos e condições que eram convenientes e alinhados aos melhores interesses da companhia”, tradução livre.

¹¹⁵ *Bodell v. General Gas Electric Corporation*, 140 A. 264 (Del. 1927) apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 112-113: “se no caso particular não há nada que mostre que os conselheiros não exerceram sua discricionariedade para o que eles acreditavam ser o melhor interesse da corporação, certamente um erro honesto de julgamento negocial não deveria ser passível de revisão pelo Tribunal”, tradução livre.

¹¹⁶ *Davis v. Louisville Gas Electric Co.*, 142 A. 654, 659, Del. Ch. 1928 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 113: “Temos então em vista um conflito entre os administradores responsáveis de uma companhia e a esmagadora maioria de seus acionistas, de um lado, e uma minoria dissidente, de outro – um conflito que afeta questões de política negocial, que tem ocasionado inúmeros pedidos aos tribunais para intervir e determinar qual das duas visões conflitantes deve prevalecer. A resposta que os tribunais dão a tais alegações é que não é sua função resolver as questões de política e gestão de negócios das companhias. Os conselheiros são escolhidos para deliberar sobre tais questões e seu julgamento, a menos que se mostre viciado de fraude, é aceito como definitivo. O julgamento do conselheiro de companhias goza do benefício da presunção de que foi realizado de boa fé e elaborado para promover os melhores interesses da companhia a que eles servem”, tradução livre.

exportação do instituto, inicialmente formulado pelas cortes inglesas e norte-americanas, para outros países, dentre os quais se inclui o Brasil.

3.2 Características gerais e pressupostos de aplicação da regra

A doutrina e a jurisprudência norte-americanas dividiram-se em duas principais correntes no que tange ao estudo da *business judgment rule*¹¹⁷. De um lado, figuram os doutrinadores que conceituam a regra como um *standard of review*, também denominado *standard of liability*, entendendo, pois, a *business judgment rule* como um instrumento a ser aplicado ao caso concreto para determinar se o administrador deverá ser considerado culpado.

Nesse sentido, Melvin Aron Eisenberg, adepto da referida corrente, sustenta que, uma vez satisfeitos os elementos da regra, o aspecto material ou a qualidade da decisão do administrador será analisada “não sob os padrões normais de conduta que determinam se uma decisão foi prudente ou razoável, mas sob um padrão bem mais limitado”¹¹⁸. Desse modo, a regra, à luz dessa corrente, funcionaria como um padrão de revisão das condutas dos administradores, imputando-lhes responsabilidade com relação a atos praticados de modo gravemente negligente.

De outro lado, estão aqueles que entendem a *business judgment rule* como uma *abstention doctrine*. Para estes, o entendimento pautado no *standard of review* seria incoerente na medida em que a regra imporia ao intérprete o dever de avaliar se houve a violação de algum dever imposto aos administradores para então, ao não ser verificada a alegada violação, assumirem uma posição de abstenção quanto à avaliação da decisão tomada.

Diante de tal inconsistência, Stephen Bainbridge defende que, caracterizando-se como uma *abstention doctrine*, uma vez verificados os elementos da *business judgment rule* não seria

¹¹⁷ Além das duas principais correntes que serão a seguir expostas, Pedro Henrique Castello Brigagão destaca a existência de outras formulações da *business judgment rule*, como a que reconhece a regra como um *gross negligence standard* – sendo a *business judgment rule* um padrão intermediário localizado acima da negligência ordinária, porém abaixo da má-fé –, e a *immunity doctrine* (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 119).

¹¹⁸ EISENBERG, Melvin Aron. The divergence of standards of conduct and standards of review in corporate law. *Fordham Law Review*, vol. 62, issue 3, 1993, p. 441 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 115.

possível qualquer forma de controle do mérito da decisão dos administradores. Desse modo, conforme elucida Pedro Henrique Castello Brigagão ao discorrer acerca da referida corrente:

Em vez de verificar se a decisão tomada cumpriu com cada elemento da regra pra depois concluir que o administrador está ou não isento de responsabilidade, o juiz deve se abster de fazê-lo, sendo tarefa do autor da ação provar que o réu deixou de cumprir com algum dos elementos.¹¹⁹

Além disso, os adeptos da corrente que analisa *business judgment rule* como uma *abstention doctrine* sustentam que a análise *a posteriori* normalmente é enviesada, o que tornaria os julgadores mais propensos a proferir decisões condenatórias diante de um caso em que envolve a concretização de danos. Segundo Stephen Bainbridge, “*if a jury knows that the plaintiff was injured, the jury will be biased in favor of imposing negligence liability even if, viewed ex ante, there was a very low probability that such an injury would occur and taking precaution against such an injury was not cost effective*”¹²⁰.

Os adeptos dessa corrente defendem que a aplicação da regra resulta no afastamento da intervenção judicial nos casos em que não haja fraude ou conflito de interesses. Conforme síntese de Stephen Bainbridge, “*the whole point of the business judgment rule is to prevent courts from even asking the question: did the board breach its duty of care?*”¹²¹. Evidencia-se, pois, que a *abstention doctrine* visa a evitar que os juízes revisem o mérito da decisão negocial de modo geral, reconhecendo, inclusive, que, muitas vezes, o mero exame da observância do

¹¹⁹ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 116-117.

¹²⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. *UCLA School of Law's Law & Economic Research Paper Series*. Research Paper nº 03-18, p. 33 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 116: “se um júri souber que o reclamante foi prejudicado, o júri será parcial em favor da imposição de responsabilidade por negligência, mesmo se, visto *ex ante*, houvesse uma probabilidade muito baixa de que tal lesão ocorresse de modo que tomar precauções contra tal lesão não seria um custo eficaz”, tradução livre.

¹²¹ BAINBRIDGE, Stephen M., op. cit., p. 13 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 117: “o ponto principal da *business judgment rule* é impedir que os tribunais sequer formulem a pergunta: a administração violou seu dever de diligência?”, tradução livre. Nesse sentido, inclusive, sustentou-se no caso *Brehm v. Eisner*: “*courts do not measure, weigh or quantify director's judgments. We do not even decide if they are reasonable in this context. Due care in the decision-making context is process due care only. Irrationality is the outer limit of the business judgment rule. Irrationality may be the functional equivalent of the waste test or it may tend to show that the decision is not made in good faith, which is a key ingredient of the business judgment rule*” (*Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244. Del. 2000 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 117): “os tribunais não medem, pesam ou quantificam os julgamentos do conselheiros. Nós nem sequer decidimos se são razoáveis neste contexto. O dever de diligência no contexto da tomada de decisão é o dever de diligência processual. A irracionalidade é o limite externo da *business judgment rule*. Irracionalidade pode ser o equivalente funcional do teste residual ou pode tender a mostrar que a decisão não foi tomada de boa-fé, que é um componente-chave da *business judgment rule*”, tradução livre.

dever de diligência pelo administrador na tomada de decisão pode conduzir a uma revisão de seu mérito.

Contra a corrente da *abstention doctrine* defende-se não apenas que a origem da doutrina é incompatível com a aplicação da *business judgment rule*¹²², mas também que, ambas as concepções da regra, isto é, caracterizada como um *standard of review* ou como uma *abstention doctrine*, no limite, possuem efeitos práticos semelhantes: por meio da aplicação da *business judgment rule*, à luz de ambas as correntes, é estabelecida uma presunção que apenas admite a revisão da conduta questionada após a comprovação da violação de um dos elementos que compõem a regra. Por fim, ao reconhecer que a aplicação da regra exige um comportamento diligente no âmbito da tomada de decisão, Bainbrigde contraditoriamente conclui que o dever de diligência compõe a *business judgment rule*, “embora pareça sugerir que os tribunais não devem analisar se os administradores o violaram ou não”¹²³.

Ganha, pois, relevo a análise da *business judgment rule* como um *standard of review*, sendo essa a concepção da regra jurisprudencial e doutrinariamente dominante. Por tal razão, a presente investigação concentrar-se-á em seu estudo, analisando os seus principais elementos. Cumpre, todavia, observar que a *business judgment rule* não é assunto sobre o qual exista atualmente um entendimento pacificado, sendo, pelo contrário, objeto de constantes discussões, motivo pelo qual se faz necessário levar sempre em consideração as críticas elaboradas contra cada uma de suas diferentes formulações.

Nesse sentido, a *business judgment rule* estabelece uma presunção de que os administradores agiram, quando da tomada de decisão, de boa-fé, de maneira informada e visando à consagração do interesse social. Trata-se de uma presunção relativa na medida em que impõe àquele que almeja a responsabilização do administrador o ônus de provar que a decisão negocial foi tomada em desacordo com os deveres do administrador para que, apenas então, a proteção da *business judgment rule* seja afastada, hipótese na qual recairá sobre o administrador o ônus de se provar inocente.

¹²² Conforme ensina Pedro Henrique Castello Brigagão, “originalmente, a *abstention doctrine* se refere ao equilíbrio de poder entre dois entes autônomos da federação dos Estados Unidos, cada qual com poderes cedidos ou delegados pelo sistema federal. A mencionada doutrina costuma ser invocada em situações nas quais uma corte norte-americana federal se recusa a revisar o mérito das matérias mais apropriadas àquelas cortes estaduais. A doutrina, assim, não seria plenamente compatível com a aplicação da *business judgment rule*” (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 118).

¹²³ Ibidem, p. 119.

Nesse caso, no entanto, o administrador deverá ser responsabilizado somente diante da violação de um dos deveres a que está submetido. Não se trata de observar, no caso concreto, se o julgador tomaria decisão diversa daquela adotada pelo administrador, mas sim se o administrador de fato violou seus deveres e, por isso, acarretou danos à companhia. Nessa direção, elucidativas são as considerações de Pedro Henrique Castello Brigagão:

O afastamento da presunção não autoriza o tribunal a julgar a conduta do membro da administração por simplesmente acreditar que outra decisão seria economicamente mais adequada. O efeito direto desse afastamento é a não aplicação da *business judgment rule* ao caso concreto. Isto é: os administradores serão responsabilizados pela quebra do dever que desencadeou os danos sofridos pela companhia (o nexo causal e a presença de danos continuam necessários para a responsabilização), e não porque o julgador teria optado por outra estratégia caso ocupasse o cargo do réu à época dos fatos.¹²⁴

Não obstante, entender a *business judgment rule* como mero parâmetro de alocação do ônus da prova é demasiadamente simplista. Com efeito, a regra assume outras funções que contribuem para torná-la tão indispensável no que se refere à responsabilização dos administradores.

Defende-se, jurisprudencial e doutrinariamente, que a presunção fundada na *business judgment rule* faz com que seja necessário um conjunto probatório robusto para o afastamento da presunção¹²⁵. Ainda, a presunção pode contribuir para que às provas apresentadas pelo administrador confira-se maior credibilidade, aumentando, assim, o ônus do autor para superá-las¹²⁶.

¹²⁴ Ibidem, p. 120.

¹²⁵ Nesse sentido, “*enhancing the presumption raises the hurdle that a plaintiff must surmount before liability attaches to director-defendants*” (BALLOTI, R. Franklin; HANKS JR., James J. Rejudging the business judgment rule. *The Business Lawyer*, vol. 48, n. 4, 1993, p. 1348 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 123): “reforçar a presunção eleva o obstáculo que um reclamante deve superar para que seja atribuída responsabilidade aos conselheiros-réus”, tradução livre.

¹²⁶ Já se decidiu, por exemplo, que nos casos de apuração da responsabilidade de administradores independentes e desinteressados o autor deveria apresentar provas mais robustas para o afastamento da *business judgment rule*. É o entendimento que restou consagrado na seguinte decisão: “*approval of a transaction by a majority of independent, disinterested directors almost always bolsters a presumption that the business judgment rule attaches to transactions approved by a board of directors that are later attacked on grounds of lack of due care. In such cases, a heavy burden falls on a plaintiff*” (Grobow v. Perot, 539 A.2d 180, Del. 1988 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., loc. cit.): “a aprovação de uma transação por uma maioria de conselheiros independentes e desinteressados quase sempre reforça a presunção de que a *business judgment rule* se vincula a transações aprovadas por um conselho de administração que são, posteriormente, atacadas com base no dever de diligência. Em tais casos, um forte ônus recai sobre o reclamante”, tradução livre.

Além disso, a *business judgment rule* tem como função o estabelecimento de um alto padrão argumentativo, no sentido de que seja exigido daqueles que questionam determinada decisão negocial a particularização dos fatos e motivos pelos quais não devem recair sobre a referida decisão e o administrador os benefícios da regra. Nessa direção:

Alegações genéricas não são o suficiente para derrubar a proteção da regra norte-americana. É necessário que elas sejam específicas e direcionadas à quebra do dever fiduciário no caso concreto. Assim, por exemplo, para comprovar a quebra do dever de diligência por parte de um administrador, o interessado deve demonstrar que o conselho de administração aprovou uma grande aquisição sem a realização de uma *due diligence* prévia, sem consultar especialistas e após uma única reunião com poucos esclarecimentos sobre a operação. Para comprovar a quebra do dever de lealdade, por sua vez, deve demonstrar, a título de exemplo, que o conselho de administração aprovou a aquisição de uma companhia controlada por um dos conselheiros só porque tal conselheiro precisava do dinheiro, demonstrando que, de má-fé, o órgão teria privilegiado os interesses deste seu membro em prejuízo dos interesses sociais.¹²⁷

A aplicação da *business judgment rule* depende, no entanto, da verificação de alguns requisitos, acerca dos quais se discorrerá a seguir, que, quando conjuntamente verificados, afastarão a responsabilização do administrador.

Em primeiro lugar, deve-se observar a existência de uma decisão negocial, uma vez que condutas omissivas não ensejam a proteção da *business judgment rule*. Isso, contudo, não significa que, diante do caso concreto, os administradores não possam decidir por não atuar. Na medida em que essa não atuação ocorra de forma deliberada, não pode, pois, ser considerada uma omissão. É nesse sentido que se afirma que “*a business decision may involve a judgment either to act or abstain from action*”¹²⁸.

A dificuldade na apuração deste requisito se verifica em relação à qualificação da decisão como negocial, tendo em vista que a *business judgment rule* aplica-se apenas em tal contexto. Não sendo um caso em que se verifique a existência de uma decisão negocial, a análise do cumprimento das obrigações impostas aos administradores será pautada em outros parâmetros.

Além disso, trata-se de uma análise que deve ser realizada casuisticamente e baseada na necessidade de impedir intervenções indevidas no poder conferido aos administradores. Nesse

¹²⁷ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 124.

¹²⁸ THE AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of corporate governance: analysis and recommendations*. vol. 1. St. Paul, Minn., 1994. v. 1, p. 176 apud PARENTE, Flávia, op. cit., p. 74: “a decisão negocial pode envolver uma atuação ou uma abstenção de atuação”, tradução livre.

sentido, “além de decisões negociais típicas, como a assinatura de contratos e a compra e venda de ativos, já se afirmou, na jurisprudência norte-americana, que a decisão informada de delegar um tarefa é uma decisão negocial como qualquer outra”¹²⁹.

Em razão da referibilidade que a regra guarda com a existência de uma decisão negocial, a *business judgment rule* é rejeitada com relação aos demais aspectos do dever de diligência que não seja o relativo à tomada de decisões informadas. Pedro Henrique Castello Brigagão aponta que, de acordo com Melvin Aron Eisenberg, existem duas razões para que a *business judgment rule* não seja aplicável aos casos em que se discute lesões a outros aspectos do dever de diligência que não se refiram a decisões negociais:

A primeira é que a lei, embora não deva desencorajar a tomada de decisões arriscadas, deve encorajar administradores a prestar atenção em seus deveres. A segunda é que determinar se os membros da administração cumpriram ou não com deveres como monitorar, investigar e intervir envolve menor risco de erro por parte dos julgadores do que determinar se a decisão tomada foi razoável.¹³⁰

Em segundo lugar, para que haja a aplicação da *business judgment rule* é necessário que os administradores cujas decisões são impugnadas sejam pessoal e financeiramente desinteressados com relação à matéria. “Assim, essa regra não pode ser invocada, por exemplo, na hipótese em que se discute a celebração de um contrato de aquisição de um bem do administrador pela companhia”¹³¹. Com efeito, este segundo elemento deve ser analisado a partir de dois aspectos, quais sejam, o desinteresse e a independência.

Conforme delineado no julgamento do caso *Aronson v. Lewis*¹³² pela Suprema Corte de Delaware, possuirá interesse em determinada decisão o administrador que estiver em ambos os

¹²⁹ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 130. O autor também destaca que “já foi tida como empresarial a decisão do conselho de administração a respeito da contratação do presidente da companhia, bem como dos valores de remuneração e indenização a ele concedidos após sua destituição”, conforme julgado no caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* (ibidem, p. 131).

¹³⁰ Ibidem, p. 132. Além disso, Pedro Henrique Castello Brigagão acrescenta que, de acordo com a lição de Melvin Aron Eisenberg, “a responsabilização por falhas como aquelas ocorridas no monitoramento das atividades da companhia é mais compatível com o grau de culpa efetivo do administrador e não elimina nem prejudica os incentivos para a ocupação do cargo” (idem).

¹³¹ PARENTE, Flávia, op. cit., p. 74.

¹³² “From the standpoint of interest, this means that directors can neither appear on both sides of a transaction nor expect to derive any personal financial benefit from it in the sense of self-dealing, as opposed to a benefit which devolves upon the corporation or all stockholders generally”, em tradução livre: “Do ponto de vista do interesse, isso significa que os conselheiros não podem figurar em ambos os lados de uma transação nem esperar obter qualquer benefício financeiro pessoal, em razão de ter negociado consigo mesmo (*self-dealing*),

lados da negociação e, em razão disso, tiver expectativas de auferir vantagens pessoais ou financeiras. *A contrario sensu*, será desinteressado o administrador que estiver alheio às consequências de determinada decisão^{133,134}. Ainda, para que se caracterize como interessado, é necessário que o administrador tenha interesse material ou substancial com relação à matéria objeto da decisão¹³⁵. Não será, portanto, interessado o administrador cujo interesse seja incidental.

A independência, por sua vez, verifica-se com relação às decisões estritamente fundamentadas no interesse da companhia. Não será independente, pois, as decisões que sofram influências externas ou que visem a consagrar interesses do administrador em detrimento do interesse social. Em síntese, não será independente o administrador caso seja “dominado ou fortemente influenciado por alguém que se beneficiará com sua atuação, restando o seu poder de decisão enfraquecido a tal ponto que ele não mais se encontra isento para atuar nas respectivas matérias”¹³⁶.

Além disso, vislumbra-se como um terceiro requisito para a aplicação da *business judgment rule* que o administrador tome a decisão negocial de forma informada. Trata-se, pois, de expressão do dever de diligência, sendo certo, no entanto, que do administrador não é exigido que obtenha todas as informações relacionadas a um determinado assunto sobre o qual deverá decidir, mas sim todas aquelas que se caracterizem como relevantes e razoavelmente acessíveis.

Nesse cenário, a avaliação sobre se o administrador agiu de modo suficientemente diligente tem sido realizada pelas cortes com base no critério da negligência grave. Desse modo, serão considerados diligentes os comportamentos que não se revelem gravemente negligentes.

em detrimento de um benefício que recai sobre a companhia ou a totalidade de acionistas” (*Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 1984 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 134).

¹³³ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 135.

¹³⁴ Cumpre, ainda, ressaltar que no Brasil, por ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2006, a diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes definiu, em seu voto, interesses como “desejos que qualquer pessoa tenha em obter bens e serviços tangíveis e intangíveis, como também o status social decorrente da posição ocupada pelo indivíduo” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2006, rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 5 mar. 2013). Nesse sentido, seriam exemplos de situações em que há conflito de interesse: (i) quando o administrador for parte na operação à época das negociações; (ii) quando ele possuir consciência sobre um interesse à época das negociações; ou (iii) quando souber que alguém próximo a ele ou uma sociedade na qual tenha interesse é parte na operação e possui determinado interesse (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., loc. cit.).

¹³⁵ BLOK, Marcella. Business judgment rule: a responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 46. out. 2009, p. 145.

¹³⁶ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 136.

Por óbvio, trata-se de um critério bastante conflituoso, na medida em que não se revela clara e objetivamente aplicável. Conforme decidido pela Suprema Corte de Delaware no caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, o conceito de negligência grave se trata de uma “*reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders’ or actions which are ‘without the bounds of reason’*”¹³⁷.

Verifica-se, pois, que no direito societário e do mercado de capitais a avaliação do comportamento diligente guarda relação não com o resultado advindo de determinada decisão, mas sim do próprio processo decisório percorrido pelo administrador. Isto significa que o julgador deve se preocupar, acima de tudo, em verificar os elementos que foram levantados pelo administrador para que, então, pudesse tomar uma decisão. Nesse esteio, Alexandre Couto Silva destaca que “o dever de diligência foca no processo de tomada de decisão com análise de possibilidades e alternativas, bem como na identificação da matéria em questão”¹³⁸.

Embora tenham sido elaboradas diferentes formulações visando a conferir certa objetividade à árdua tarefa do julgador de identificar se a decisão foi tomada de forma informada ou não¹³⁹, verifica-se que a própria definição sobre a quantidade de informação necessária para a tomada de decisão caracteriza-se como uma decisão negocial a ser tomada pelo administrador. “Somente ele é capaz de determinar se, diante de todos os custos e peculiaridades de cada caso, é válido considerar a quantidade de informações já detida o suficiente ou se é necessário ir atrás de mais informações”¹⁴⁰. Nesse sentido, e conforme sustenta a doutrina brasileira, a própria definição do volume de informações necessário para a tomada de uma decisão é uma decisão negocial, amparada, pois, pela *business judgment rule*¹⁴¹.

¹³⁷ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693, 2005 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 138: “indiferença imprudente ou uma deliberada desconsideração quanto a todo o corpo de acionistas’ ou ações tomadas ‘fora dos limites da razoabilidade’”, tradução livre.

¹³⁸ SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S/A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 200.

¹³⁹ A título exemplificativo, vale destacar o teste proposto por Mindy K. Goldberg, que, tal como sintetizado por Pedro Henrique Castello Brigagão, imporia aos tribunais o dever de analisar: “(i) quais são os fatores relevantes ligados à decisão; (ii) se o tempo que o administrador tem para tomá-la é curto, razoável ou longo; (iii) quais os custos para se adquirir todas as informações relacionadas aos fatores relevantes; (iv) a credibilidade de quem forneceu as informações; e (v) a situação financeira em que se encontra a companhia no momento da tomada de decisão. Após isso, comparariam a conduta sob exame com a aquela de um administrador ordinário e prudente em situação semelhante” (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 141).

¹⁴⁰ Idem.

¹⁴¹ SILVA, Alexandre Couto, op. cit., loc. cit.

Por fim, exsurge como requisito para a aplicação da *business judgment rule* a presença de boa-fé. Trata-se, no entanto, de elemento polêmico tendo em vista que, muitas vezes o exame da presença de boa-fé implica em uma análise do mérito da decisão, o que seria, pois, contraditório ao padrão de julgamento que almeja a *business judgment rule* estabelecer. Tal exame de mérito, conforme demonstra a jurisprudência norte-americana, ocorre quando a boa-fé é analisada de forma objetiva, isto é, de modo a verificar, com base em critérios externos, se a decisão se revela irrazoável e inexplicável¹⁴².

Apesar disso, Melvin Aron Eisenberg entende que a análise objetiva seria uma estratégia de verificação da integridade no comportamento do administrador que se mostraria mais consentânea com os princípios gerais aplicáveis a indivíduos particulares, uma vez que “*serious problems would arise if even an irrational business decision was protected solely because it was made in subjective good faith*”¹⁴³. Esse entendimento, contudo, deve ser aplicado de forma cuidadosa tendo em vista que facilmente poderia desencadear a revisão do mérito de determinadas decisões negociais, e, conseqüentemente, a condenação indevida de administradores competentes, com fulcro nas concepções do julgador acerca do que é razoável e racional¹⁴⁴.

Desse modo, os tribunais já procederam à análise da boa-fé considerando aspectos subjetivos e menos invasivos ao conteúdo da decisão. Conforme julgado pela Corte de Chancelaria de Delaware no caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, a má-fé poderá ser constatada em razão da presença de dolo, falha escandalosa no processo decisório ou indiferença consciente com relação às atividades da companhia¹⁴⁵. Residiria, pois, nisto a

¹⁴² Conforme ensina Pedro Henrique Castello Brigagão, “em *Aronoff v. Albanese*, entendeu-se que o administrador poderá ser tido como culpado – ou ao menos, ‘*recklessly indifferent to the stockholders’ interests*’ – se houver grande disparidade entre os valores gastos e os benefícios recebidos pela companhia. Noutro caso julgado, conclui-se que, caso não haja razão na conduta do defendente, ele dificilmente poderia ser considerado honesto, ainda que não existam outras intenções por trás da sua tomada de decisão” (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 142).

¹⁴³ EISENBERG, Melvin Aron, op. cit., p. 442 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 143: “sérios problemas surgiriam caso até mesmo uma decisão irracional fosse protegida simplesmente porque ela foi tomada com base na boa-fé subjetiva”, tradução livre.

¹⁴⁴ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., loc. cit.

¹⁴⁵ Nesse sentido, conforme trecho da decisão, “*it is of course true that after-the-fact litigation is a most imperfect device to evaluate corporate business decisions, as the limits of human competence necessarily impede judicial review. But our corporation law's theoretical justification for disregarding honest errors simply does not apply to intentional misconduct or to egregious process failures that implicate the foundational directoral obligation to act honestly and in good faith to advance corporate interests. Because the facts alleged here, if true, portray directors consciously indifferent to a material issue facing the corporation, the law must be strong enough to intervene against abuse of trust*”, em tradução livre: “é claro que o litígio após o fato é o dispositivo mais

diferença entre o comportamento não diligente e aquele em que se verifica a má-fé: enquanto o primeiro se refere às condutas que se revelam negligentes, praticadas sem que o administrador tivesse reunido elementos informacionais suficientes para a tomada de decisão, o segundo se manifesta como um comportamento intencional, no sentido de que, mesmo tendo conhecimento dos danos que decorreriam de determinada decisão, o administrador assume o risco de tomá-la¹⁴⁶.

3.3 Compatibilidade da regra com o ordenamento jurídico brasileiro

Em razão de sua inegável importância no que tange à responsabilização dos administradores das companhias, vislumbra-se um movimento crescente no sentido da análise da *business judgment rule* à luz do ordenamento jurídico brasileiro. No entanto, observadas as peculiaridades desse sistema jurídico, formaram-se diferentes correntes acerca do modo como deve ser o aparato legal manejado para que haja a correta aplicação do instituto no contexto brasileiro.

De acordo com a doutrina majoritária, a *business judgment rule* teria sido incorporada ao sistema jurídico brasileiro por meio do parágrafo 6º do artigo 159 da Lei das Sociedades por Ações, de acordo com o qual “o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”. Nesse sentido, Nelson Eizirik assevera que:

O artigo 159, §6º, inequivocamente consagrou a *business judgment rule* ao proteger o administrador quando se constatar que agiu de boa-fé e visando a atingir os melhores interesses da companhia. A regra, tal como interpretada, permite ao aplicador da lei, seja na esfera judicial, seja na esfera administrativa, dar maior concretude ao *standard* do dever de diligência, uma vez que possibilita a sua aferição diante de casos concretos.¹⁴⁷

imperfeito para avaliar as decisões corporativas, já que os limites da competência humana necessariamente impedem a revisão judicial. Mas a justificativa teórica da nossa lei aplicável às companhias para desconsiderar os erros honestos simplesmente não se aplica à má conduta intencional ou a falhas procedimentais notórias que violam a obrigação fundamental de agir honestamente e de boa fé para promover os interesses corporativos. Como os fatos alegados aqui, se forem verdadeiros, retratam os conselheiros conscientemente indiferentes a um problema relevante enfrentado pela companhia, a lei deve ser forte o suficiente para intervir contra o abuso de confiança” (*In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 825 A.2d 275, 2003 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 144).

¹⁴⁶ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., loc. cit.

¹⁴⁷ EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 357.

Na mesma direção, sustenta Alexandre Couto Silva que “a Lei das Sociedades por Ações Brasileira consagrou a *business judgment rule* em seu art. 159, §6º, conferindo ao julgador a análise do caso particular com valoração concreta do procedimento do administrador da esfera psicológica para apreciação subjetiva”¹⁴⁸. Da mesma forma, Ana Frazão defende que “no que se refere ao Brasil, já se viu que a própria Lei das S/A contém, no parágrafo 6º, do art. 159, a versão brasileira da *business judgment rule*”¹⁴⁹.

Cumpra, ainda, ressaltar o entendimento de Mariana Pargendler de que, embora sua técnica não se confunda com a técnica jurídica da *business judgment rule* tal como concebida pela *common law*¹⁵⁰, a regra contida no referido dispositivo consagraria uma “*business judgment rule* à brasileira”¹⁵¹. De acordo com a autora, a norma constante do parágrafo em comento seria um equivalente funcional à *business judgment rule*, uma vez que ambas visam a “tutelar as decisões empresariais tomadas de forma honesta e bem intencionada, ainda que venham a se mostrar prejudiciais ou equivocadas *a posteriori*, pelas razões identificadas à exaustão pela doutrina e jurisprudência norte-americanas”^{152,153}.

¹⁴⁸ SILVA, Alexandre Couto, op. cit., p. 249.

¹⁴⁹ FRAZÃO, Ana. Função social da empresa – repercussão sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 399.

¹⁵⁰ Nesse sentido, Mariana Pargendler apresenta as seguintes diferenças entre a técnica jurídica decorrente do artigo 159, parágrafo 6º da Lei das Sociedades por Ações e a técnica jurídica da *business judgment rule*: “(a) enquanto a primeira vem positivada em texto legal, a segunda tem origem jurisprudencial; (b) a regra do art. 159, §6º confere amplo poder ao juiz para excluir ou não o dever de indenizar do administrador após a apreciação dos demais requisitos da responsabilidade civil; a *business judgment rule* consiste em presunção de que a decisão foi tomada de boa-fé tendo em vista o melhor interesse da companhia, presunção esta que apenas pode ser ilidida mediante demonstração de violação dos deveres fiduciários; (c) a literalidade do art. 159, §6º sugere um amplo campo de aplicação, ao passo que a *business judgment rule* reconhecidamente não isenta de responsabilidade os administradores em situação de conflito de interesses; e (d) o art. 159, §6º faz referência genérica a ‘administradores’, o que compreenderia tanto os membros do Conselho de Administração como os integrantes da Diretoria; há [...] profunda incerteza no direito norte-americano quanto à possibilidade de invocar-se a *business judgment rule* relativamente aos diretores (*officers*)” (PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*. vol. 953, 2015, p. 5).

¹⁵¹ Idem.

¹⁵² Idem.

¹⁵³ Nessa mesma direção caminhou o voto do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no âmbito do julgamento do Processo Administrativo Sancionador Processo CVM nº 03/2002, de acordo com o qual, “numa ‘tropicalização’ da *business judgment rule*”, a Lei das Sociedades por Ações “permite inclusive que se exclua a responsabilidade dos administradores, quando se verificar que estes mesmo violando a lei agiram de boa-fé e no interesse da companhia, conforme diz expressamente o §6º do art. 159” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/2002, rel. Norma Jonssen Parente, j. em 12 fev. 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212_PAS_0302.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018).

Não obstante o entendimento exposto, uma análise mais cuidadosa acerca da *business judgment rule* indica que o mencionado parágrafo 6º do artigo 159 da Lei das Sociedades por Ações não seria totalmente compatível com a regra. Conforme exposto no item 3.2 acima, a aplicação da *business judgment rule* pressupõe não apenas uma conduta amparada pela boa-fé, mas também um comportamento desinteressado e independente, praticado de forma diligente e que guarde relação com uma decisão negocial.

Em primeiro lugar, deve-se pontuar que não há dúvidas de que o referido dispositivo seja congruente com a *business judgment rule* no que tange à verificação de boa-fé. Além disso, a análise do elemento “agir no interesse da companhia” constante do parágrafo em comento, à luz do artigo 154 da Lei das Sociedades por Ações, revela que, para que seja excluída a responsabilidade, é necessário que o administrador atue desinteressada e independentemente. A aplicação da norma brasileira, todavia, não depende da verificação dos demais requisitos da *business judgment rule*, quais sejam, a diligência¹⁵⁴ e a ocorrência de uma decisão negocial¹⁵⁵.

Salienta-se, ainda, que mesmo de outra perspectiva – que não seja a que se expôs, isto é, baseada na verificação dos elementos que compõem a *business judgment rule* –, vislumbra-se a incongruência do referido texto normativo com a regra ora estudada, uma vez que, para que o juiz reconheça a exclusão da responsabilidade, por óbvio, antes de mais nada, ele deverá ter identificado uma hipótese de responsabilização do administrador. Não se trata, pois, de um contexto de aplicação da *business judgment rule*, tendo em vista que, caso o fosse, sequer deveria haver uma análise acerca da responsabilidade do administrador. À vista disso, argumenta-se que:

¹⁵⁴ Conforme ensina João Luiz Coelho da Rocha, infere-se do artigo 159, parágrafo 6º da Lei das Sociedades por Ações, uma certa tolerância atos negligentes, desde que praticados sem má-fé por parte dos administradores. Nesse sentido, “não se considerariam os casos de dolo (art. 158, I), onde boa-fé não se admite, e sim os de algumas hipóteses de culpa, ou onde a negligência pequena pode conviver com a boa intenção e a falta de malícia, assim como eventos acaso ligados a excesso de poder (com violação do estatuto)” (ROCHA, João Luiz Coelho da Rocha. *Administradores, conselheiros e prepostos das sociedades*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 88).

¹⁵⁵ De acordo com Pedro Henrique Castello Brigagão, “o artigo 159, §6º, ignora, assim, as características da regra da decisão negocial que levam em conta os atributos da decisão tomada pelo administrador. Isto é, parece não ser relevante, para fins de exclusão da responsabilidade do administrador com base nessa norma, o fato de a atuação do réu ter se caracterizado como *ultra vires*, por exemplo. Aliás, em decisão que jamais poderá ser considerada a aplicação da *business judgment rule*, o próprio Superior Tribunal de Justiça já aplicou a norma do §6º para livrar o administrador réu de responsabilidade devido à prática de ato reconhecidamente *ultra vires*” (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 170).

Ao dispor que o juiz poderá excluir a responsabilidade do administrador, o §6º do artigo 159 pressupõe uma responsabilidade já existente, pois que não se exclui algo que não existe. O administrador, então, já seria responsável por seu ato, mas, se tiver agido de boa-fé e no interesse da companhia, poderá ter sua responsabilidade excluída pelo juiz. Não é esse o escopo da *business judgment rule*. Por essa regra, o administrador não é, momento algum, considerado responsável por seus atos. Pelo contrário: ele é protegido por uma presunção de que agiu bem informado, de boa-fé e no interesse da companhia.¹⁵⁶

Desse modo, conforme exposto no item 3.2, em hipótese de incidência da *business judgment rule* não se outorga ao julgador a discricionariedade de apreciar a mérito da decisão negocial do administrador de forma a imputar-lhe a responsabilidade por algum dano. Ao revés, instaura-se, em favor do administrador, uma presunção de ter atuado lícitamente. Ao ensejo, elucidativas são as considerações de Marcelo Vieira von Adamek, *in verbis*:

Há quem veja, no caso, a aplicação da *business judgment rule*, mas, a nosso ver, aqui a situação é outra: o juiz já avançou até o ponto de considerar o administrador culpado (ou seja, já ultrapassou as etapas de verificação da ilicitude do agente, estabelecendo-as no caso concreto), mas, ainda assim, decide isentar o agente do dever de indenizar. A exclusão, portanto, ocorre *a posteriori*: todos os elementos do suporte fático são preenchidos, dá-se a incidência da regra e surge o dever de indenizar, mas, por intervenção do juiz, o administrador é isentado do dever de reparar o dano.¹⁵⁷

Não se quer, diante do exposto, defender que a *business judgment rule* não teria sido recepcionada pelo ordenamento jurídico brasileiro, mas sim que, tecnicamente, não deveria ser invocada e manejada com base no referido parágrafo 6º do artigo 159 da Lei das Sociedades por Ações. Com efeito, a regra se mostra em consonância com o direito brasileiro, tendo em vista o regime de deveres e responsabilidade imposto aos administradores por ele estabelecido¹⁵⁸.

Inicialmente, conforme apontado no item 1.3 *supra*, as obrigações dos administradores revelam-se obrigações de meio, na medida em que o administrador não estaria adstrito, para evitar eventual responsabilização, a lograr êxito em sua atuação. Isto é, não se vincula o administrador à consagração de um determinado resultado, mas sim à prática de atos que se mostrem compatíveis com o ordenamento jurídico. Tal característica se revela alinhada à *business judgment rule* no que tange a seu resultado prático, qual seja, evitar a revisão das

¹⁵⁶ Ibidem, p. 174.

¹⁵⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira von, op. cit., p. 287.

¹⁵⁸ Neste sentido, Pedro Henrique Castello Brigagão que “a *business judgment rule* mostra-se compatível não com um ou outro dispositivo legal, mas com o regime de responsabilidade e deveres dos administradores de companhias como um todo” (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 177).

decisões negociais. Em relação à caracterização das obrigações da administração como obrigações de meio, sintetiza Pedro Henrique Castello Brigagão que:

Esse aspecto se mostra compatível com um dos principais pilares da *business judgment rule*: o de que juízes devem analisar não o mérito das decisões tomadas pelos administradores de companhias, mas, sim, o processo decisório por eles executado. Ou seja, a causa da responsabilização não é o resultado ruim da sua atuação. Tal causa é, na realidade, a atuação não diligente, de má-fé ou fora dos interesses da companhia, independentemente dos resultados alcançados.¹⁵⁹

Com relação aos requisitos específicos da *business judgment rule*, destaca-se, em primeiro lugar, que o da ocorrência de uma decisão negocial resta abarcado pelo dever de diligência previsto no artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações, tendo em vista que o referido dever é violado quando o administrador, culposamente, é omissivo diante de uma situação em que deveria ter tomado uma decisão, ainda que fosse no sentido de não agir¹⁶⁰. A propósito, este foi o entendimento sustentado pelo diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa quando do julgamento do caso Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8542, vide excerto abaixo:

O indiciado confessou que não exerceu qualquer ponderação, censura, reparo, revisão, análise ou julgamento sobre as decisões de realizar as operações discutidas neste processo e, o que é pior, confirmou sua total alienação ao processo, ao imputar a decisão de compra dos ativos a terceiro não contratado (ou habilitado) para a função. Enfim, confessou a falta de diligência e, portanto, eu já poderia concluir aqui pela sua condenação, especialmente porque essa alienação ao processo decisório não é desmentida nas defesas, nem nelas se traz argumentos para relativizar a falta da diligência assumida explicitamente na resposta acima transcrita.¹⁶¹

No que tange à verificação dos elementos da *business judgment rule* referentes ao desinteresse e à independência dos administradores, entende-se, em relação ao primeiro requisito, que ele teria sido incorporado ao direito brasileiro à luz do artigo 154 da Lei das Sociedades por Ações, que prevê o dever de os administradores atuarem de modo a consagrar os interesses sociais. Ainda, havendo interesses conflitantes entre a companhia e o administrador, este encontra-se vedado de intervir na operação, conforme preceitua o artigo 156

¹⁵⁹ Ibidem, p. 178.

¹⁶⁰ De forma extremamente pertinente, conclui Pedro Henrique Castello Brigagão que “a ausência culposa da tomada de decisão negocial, ao mesmo tempo em que retira do administrador o gozo da proteção da *business judgment rule* no direito norte-americano, é causa de sua responsabilização no âmbito do regime da Lei das S.A., razão pela qual se pode dizer que este diploma legal abarca o elemento ocorrência de decisão negocial da mencionada regra” (ibidem, p. 179).

¹⁶¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8542, rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 29 ago. 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829_PAS_RJ20058542.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

da Lei das Sociedades por Ações. Além disso, será considerado independente o administrador que não se deixar influenciar por opiniões de terceiros, especificamente quanto à sua discricionariedade de atuação, sendo, inclusive, essa a conduta exigida pelo parágrafo 1º do artigo 154 da Lei das Sociedades por Ações. Com base no referido dispositivo argumenta-se que o comportamento independente consta do rol de condutas esperadas dos administradores, a indicar, pois, que o requisito da independência também é compatível com o direito brasileiro.

A diligência, conforme salientado acima, impõe-se com base no artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações. O objetivo do presente requisito, no que tange à *business judgment rule*, é analisar se a decisão negocial foi tomada de maneira informada. É nesse sentido que se destaca, neste escopo, a análise do dever de se informar como aspecto formal do dever de diligência, conforme procedeu-se no item 2.1 acima.

Com relação ao último elemento da *business judgment rule*, qual seja, a boa-fé, resta claro que o mesmo se encontra recepcionado não apenas em razão do que dispõe o parágrafo 6º do artigo 159 da Lei das Sociedades por Ações, mas também pelo próprio regime de responsabilidade civil dos administradores adotado pelo ordenamento pátrio, baseado na presença de culpa. Ademais, conforme verificado no item 2.2, o próprio dever de lealdade exige que os administradores atuem sempre de boa-fé.

Resta, pois, constatada a presença, no ordenamento jurídico brasileiro, de todos os elementos que compõem a *business judgment rule*, revelando-se, pois, compatível com o direito pátrio a aplicação da regra. Destacando a importância da *business judgment rule*, a justificar a sua recepção pelo ordenamento jurídico brasileiro, Luiz Antonio de Sampaio Campos destaca:

Daí a necessidade de, na aplicação dessas regras referentes aos deveres e responsabilidades dos administradores, ser considerado substancialmente: [...] (ii) que a vida empresarial é composta por decisões e alternativas imperfeitas que são postas aos administradores; (iii) que o tempo da decisão empresarial é muito variado e, não raro, exíguo; (iv) que frequentemente é melhor decidir mal rapidamente do que bem fora do tempo; e (v) que, muitas vezes, administradores devem agir imediatamente e aprender posteriormente; adiar suas decisões para possibilitar maior estudo do caso poderá ser a pior decisão.¹⁶²

¹⁶² CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.), op. cit., p. 797.

Cumpra ressaltar, pois se trata de tema que provoca acalorada discussão, que não se quer, com a adoção da *business judgment rule*, afastar em definitivo as hipóteses de responsabilização da administração, o que poderia resultar em um comportamento desidioso por parte dos administradores. Pelo contrário, a regra pretende estimular que os administradores adotem uma atuação orientada à consagração dos fins sociais, oferecendo-lhes proteção em relação às decisões negociais que, embora tenham sido tomadas de forma lícita, não lograram êxito. Com efeito, trata-se de reconhecer que o risco é inerente à atividade empresarial e, portanto, não deve ser pura e simplesmente imputado aos administradores.

3.4 A *business judgment rule* à luz da orientação da CVM

Embora o estudo da recepção da *business judgment rule* no ordenamento jurídico brasileiro pela doutrina tenha sido desenvolvido em paralelo à sua aplicação nos casos concretos – de modo que uma análise esteja intrinsecamente relacionada à outra –, no presente item dar-se-á foco ao uso da regra pela CVM. Desse modo, pretende-se verificar se, de fato, há espaço para a aplicação da *business judgment rule* pelos julgadores brasileiros, em atenção não apenas às disposições legais, mas também às premissas da regra e ao contexto em que ela se revela.

Antes de se proceder à análise dos casos em que a CVM expressamente se referiu à *business judgment rule*, cabe apontar que a autarquia, desde o início do século XXI, aparenta ostentar entendimento coerente com a aplicação referida regra. Em linha com os aspectos basilares da *business judgment rule*, salutar é o voto do diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, no âmbito do julgamento do Inquérito Administrativo CVM nº TA - SP2001/0725, realizado em 13 de março de 2003, nos termos do qual:

Abra-se aqui um parêntese para esclarecer que os conceitos abertos, os assim chamados *standards* de conduta, como o propalado dever de diligência, o dever de conhecer o seu cliente, por não se traduzirem em normas de condutas objetivas, devem ser examinados, no processo administrativo, considerando não necessariamente e apenas a melhor conduta, mas sim a razoabilidade da conduta adotada, ainda que se possa admitir que outra conduta fosse, na opinião do julgador, mais apropriada ou adequada. É este o ponto de equilíbrio que se impõe aos padrões de conduta, dada a sua evidente falta de objetividade. Além disso, a conduta deve ser examinada considerando o momento em que deveria ser praticada em quais circunstâncias, no calor dos acontecimentos e não distante dos fatos, comodamente e com a calma atípica ao mundo dos negócios.¹⁶³

¹⁶³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Inquérito Administrativo CVM nº TA - SP2001/0725, rel. Norma Jonssen Parente, j. em 13 mar. 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancion>

Para o presente estudo, no entanto, dar-se-á ênfase aos casos em que o Colegiado da CVM enfrentou expressamente a aplicação da *business judgment rule*. Referindo-se à *business judgment rule*, o Colegiado da CVM, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/2002 – que tinha como objeto a apuração do não pagamento de juros sobre o capital próprio aprovado pelos acionistas da Lorenz S.A. –, entendeu que a CVM não deve se imiscuir na esfera de discricionariedade que detém a administração. Nesse sentido, vide excerto abaixo do voto vencedor proferido pelo diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos:

Ainda, a Lei nº 6.404/76, que numa “tropicalização” da *business judgment rule* permite inclusive que se exclua a responsabilidade dos administradores, quando se verificar que estes mesmo violando a lei agiram de boa-fé e no interesse da companhia, conforme diz expressamente o parágrafo 6º do art. 159. Assim, segundo penso, os administradores e os acionistas têm discricionariedade para gerir o caixa da companhia e tomar as decisões que entenderem mais apropriadas ao interesse da companhia. E, nesse sentido, vezes há onde o caixa disponível não é suficiente para fazer face a todas as obrigações da companhia - inclusive com o estado, trabalhadores, credores e acionistas - e nessas hipóteses, dentre as decisões imperfeitas ou possíveis, a administração deverá decidir, discricionariamente, no tocante ao gerenciamento de caixa e o fluxo, a prioridade de pagamentos. A CVM, a meu ver, não deve se imiscuir nessa discricionariedade e, a bem dizer, nem tem este poder.¹⁶⁴

Embora seja reconhecida como a primeira decisão da CVM de que se tem registro a mencionar de modo expresso a *business judgment rule*, cumpre ressaltar que, no caso acima apresentado, tratou-se da suposta versão tropicalizada da regra, identificada no parágrafo 6º do artigo 159 da Lei das Sociedades por Ações.

O Colegiado da CVM novamente se valeu da *business judgment rule* quando do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443, realizado em 10 de

ador/anexos/2003/20030313_PAS_SP20010725.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018. Aproveitando-se deste entendimento, conforme sinalizado e reproduzido em seu voto, o diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos salientou, por ocasião do julgamento do Inquérito Administrativo CVM nº 31/2000, em 10 de julho de 2003, que “os conceitos adotados pela Lei nº 6.404/76, a par de representarem comportamentos positivos e negativos, em sua maioria, acertadamente, se revestem de formas amplas, largas, padrões de conduta, *standards*, que autorizam o intérprete e aplicador da lei largueza de interpretação e essa largueza deve ser usada de forma inteligente a manter o sistema íntegro, para não desencorajar e afastar pessoas honestas e competentes dos cargos de administradores e de assumirem riscos ou criar um sistema que entorpeça-as na ação, criando uma burocracia prejudicial à vida da companhia e afastando do risco inerente ao negócio” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Inquérito Administrativo CVM nº 31/2000, rel. Norma Jonssen Parente, j. em 10 jul. 2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20030710_PAS_3100.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018). Trata-se, inegavelmente, de posição alinhada ao efeito da *business judgment rule* que visa a evitar a revisão do mérito da decisão negocial, sustentando, pois, que a análise do regulador deve ser limitada à análise do processo decisório.

¹⁶⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/2002, rel. Norma Jonssen Parente, j. em 12 fev. 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212_PAS_0302.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

maio de 2006. Apresentando um estudo detalhado da regra, no sentido de compreendê-la como expressão do dever de diligência, tal como previsto no artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações, o diretor relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa posicionou-se favoravelmente à aplicação da regra. Nessa toada, elucidativas são as considerações constantes do voto do referido diretor referentes à *business judgment rule*, abaixo reproduzidas:

Para evitar os efeitos prejudiciais da revisão judicial, o Poder Judiciário americano criou a chamada “regra da decisão negocial” (*business judgment rule*), segundo a qual, desde que alguns cuidados sejam observados, o Poder Judiciário não irá rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência. A proteção especial garantida pela regra da decisão negocial também tem por intenção encorajar os administradores a servir à companhia, garantindo-lhes um tratamento justo, que limita a possibilidade de revisão judicial de decisões negociais privadas (e que possa impor responsabilidade aos administradores), uma vez que a possibilidade de revisão *ex post* pelo Poder Judiciário aumenta significativamente o risco a que o administrador fica exposto, podendo fazer com que ele deixe de tomar decisões mais arriscadas, inovadoras e criativas (que podem trazer muitos benefícios para a companhia), apenas para evitar o risco de revisão judicial posterior. Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito. Para utilizar a regra da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios: (i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação; (ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis conseqüências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e (iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (*duty of loyalty*). Existem, no entanto, situações em que, além de operações em que se tenha interesse, o Poder Judiciário não aceita a aplicação da regra da decisão negocial. Por exemplo, não se aceita a completa alienação das decisões negociais, alegando-se falta de competência ou de conhecimento. Também não são protegidas pela regra da decisão negocial as decisões tomadas visando a fraudar a companhia, ou seus acionistas, ou aquelas que não tenham sido tomadas em boa fé. A construção jurisprudencial norte-americana para o dever de diligência em nada discrepa do que dispõe o art. 153 da Lei 6.404/76, sendo possível utilizar-se, no Brasil, dos mesmos standards de conduta aplicados nos Estados Unidos. A utilização desses standards poderia fazer com que a aplicação do art. 153 fosse mais efetiva do que é hoje, pois poderíamos passar a observar o processo que levou à tomada da decisão para ver se os cuidados mínimos, que demonstram a diligência do administrador, foram seguidos, não nos limitando a simplesmente negar a possibilidade de re-análise do conteúdo da decisão tomada.^{165,166}

¹⁶⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443, rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 10 maio 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

¹⁶⁶ Nesse sentido, destacam-se uma série de julgados da CVM que se abstiveram de julgar o mérito de decisões tomadas pela administração, limitando-se a avaliar o processo decisório. É o que se extrai, por exemplo, do

No âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/2004, julgado em 15 de maio de 2007, novamente decidiu-se pela aplicação da regra ao caso concreto. Elucidativas são as considerações do diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, consignadas em seu voto – o qual, além de trazer um panorama geral acerca da regra, identificando os elementos da *business judgment rule*, confronta-os casuisticamente –, conforme trecho abaixo:

Neste processo, a principal imputação é a de violação do dever de diligência – art. 153 da Lei 6.404/76. Os termos desse dispositivo enunciam conceitos jurídicos indeterminados, sem especificar critérios para sua aplicação aos casos concretos. Usualmente, as posições doutrinárias sobre esses dispositivos procuram analisar esses conceitos sem, ainda, estabelecer critérios para sua aplicação a casos concretos. Em sua atividade sancionatória, a CVM vem, ao longo do tempo, estabelecendo esses critérios. Entre eles, pode-se citar os seguintes: (i) se ao administrador for imputado apenas descumprimento do dever de diligência, a CVM não pode entrar no mérito da decisão negocial; (ii) não há violação ao dever de diligência, quando o administrador toma (ou deixa de tomar) uma decisão, se sua decisão é informada, refletida e desinteressada; (iii) quando a decisão não for desinteressada, aplicam-se as regras do dever de lealdade (arts. 154 e 155), a partir das quais é possível analisar o mérito da decisão negocial (em outras palavras, o ônus da prova da legitimidade e justeza do ato passa a ser de quem agiu sem observância do dever de lealdade); (iv) o administrador não pode alegar falta de competência ou conhecimento técnico; (v) o administrador não pode alienar-se do processo decisório; e (vi) decisões tomadas sem boa-fé, ou com o intuito de fraudar a companhia ou os investidores não estão protegidas pela regra da decisão negocial - item “i” acima.^{167,168}

juízo do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/0097, embora não se refira expressamente à *business judgment rule*. Nos termos do voto da diretora relatora Maria Helena de Santana, “uma das formas pelas quais se analisa se o administrador foi ou não diligente é verificando se a decisão negocial foi ou não informada”, sendo que “considerações sobre o mérito de decisões de negócio, em geral, extrapolam o papel do regulador, em sua tarefa de revisão da legalidade dos atos dos administradores de companhia aberta. O regulador deve evitar que sua eventual avaliação seja fator que influencie a análise sobre a legalidade da atuação dos administradores, pois pode observar as decisões tomadas por eles em condições de certa forma mais favoráveis, e sem dúvida bastante distintas das que enfrenta o gestor na hora de fazer escolhas” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/0097, rel. Maria Helena de Santana, j. em 15 mar. 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070315_PAS_RJ20050097.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018).

¹⁶⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/2004, rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 15 maio 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515_PAS_2104.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018 (omitiram-se as referências a outros processos apontados no referido trecho).

¹⁶⁸ Visando, pois, a avaliar se decisão dos indiciados foi tomada de forma desinteressada, informada e refletida, isto é, sem violação ao dever de diligência, o relator procedeu à verificação de cada um destes elementos no caso concreto, nos seguintes termos: “passo agora a analisar o caso concreto, tentando identificar se a decisão foi desinteressada, refletida e informada: (i) Decisão Desinteressada: Não há, em qualquer passagem da acusação, qualquer menção a conflito de interesses dos administradores ou à intenção deles de fraudarem o Banco do Brasil, seus acionistas ou de beneficiarem terceiros em prejuízo do Banco do Brasil ou, ainda, à atuação deles sem boa-fé. Dessa forma, a revisão das decisões negociais feitas pelos indiciados deve seguir os estritos parâmetros aplicáveis à análise do cumprimento do dever de diligência; (ii) Decisão Informada: A decisão dos indiciados foi tomada a partir de análises produzidas internamente (Relatório Operacional GETEC 20/2000, Nota GEPAR 00/240, Relatório Operacional GETEC 00/46, Nota FINAN/GEPAC 2000/0427, Relatório Operacional GETEC 00/58, Nota FINAN/GEPAC 2000/0512). A decisão também foi precedida de análises produzidas pelo Banco de Investimento JP Morgan e pela empresa de consultoria McKinsey &

O referido voto aponta, ainda, as razões de se evitar a revisão, pelo julgador, do mérito das decisões negociais. Verifica-se que se tratam de motivos alinhados às justificativas de elaboração e desenvolvimento da *business judgment rule*, na medida em que, conforme destacado anteriormente, a regra busca resguardar o mérito das decisões negociais da administração de eventuais revisões *ex post*. Salienta, pois, o relator que:

A revisão da diligência de um administrador, quando não há falta de dever de lealdade, é, essencialmente, uma revisão sobre o processo de tomada de decisão. As razões para assim ser são, dentre outras, as seguintes (muitas das quais mencionadas nos próprios precedentes da CVM): (i) ausência de capacitação técnica dos agentes da administração pública (e do Poder Judiciário) para se substituírem aos administradores na tomada de decisões negociais; (ii) reconhecimento de que (a) as decisões dos administradores são tomadas com uma quantidade limitada e imperfeita de informações, inclusive com relação ao desenvolvimento futuro dos fatos e às informações não conhecidas ao tempo da tomada da decisão negocial, e (b) o tempo dos administradores é limitado e deve ser por ele alocado para a tomada de diferentes decisões, com isso, a revisão posterior dos atos tomados sob essas condições é sempre feita a partir de uma quantidade não similar de tempo; (iii) a revisão posterior, com base em mais informações e mais tempo, diminui o incentivo para que os administradores tomem decisões que envolvam riscos, em razão da possibilidade de responsabilização pessoal; e (iv) as companhias abertas perderão competitividade para atrair administradores capacitados, em razão da possibilidade de responsabilização pessoal, a ser decidida com base em um conjunto de informações e sob situação diversa da que estarão submetidos quando tomarem suas decisões.¹⁶⁹

Company (ambos instituições tradicionais e renomadas). A despeito da impropriedade técnica de uma das informações constantes de um estudo interno do Banco do Brasil – a Nota FINAN/GEPAC 2000/0427 teria confundido o valor da empresa com o total de recursos necessários para a execução dos projetos da empresa – essa informação não foi essencial à tomada de decisão, uma vez que o valor do preço por ação do segundo aporte conferia valor de US\$292 milhões à Companhia e não US\$315 milhões como teria erroneamente constado dessa nota. Além do mais, esse erro não pode ser atribuído aos indiciados. As decisões parecem, portanto, ter sido tomadas de forma informada; (iii) Decisão Refletida: A acusação menciona que a decisão foi objeto de reuniões de diretoria (em 18.05.00, para o primeiro aporte, e em 17.10.00, para o segundo aporte – aqui se fala em despacho e não em reunião, o que, na ausência de maiores esclarecimentos pela acusação, parece indicar a mesma coisa) e que para essas decisões foram feitas diversas análises técnicas, submetidas à consideração dos diretores. Quando da análise do segundo aporte, a diretoria solicitou, inclusive, a produção de um relatório adicional (Nota Operacional GETEC 00/58). A aprovação se deu em acordo com o voto do diretor responsável – o indiciado Vicente de Paulo Diniz. A única indicação que poderia ser tida como contrária ao investimento foi do Relatório Operacional GETEC 20/2000, que, ainda assim, considerou que o negócio, embora não pudesse ser considerado atrativo se analisado isoladamente, poderia o ser, se analisado no contexto da participação societária do Banco do Brasil e suas controladas na Telemar. A conclusão desse relatório operacional sobre a análise individualizada do investimento, no entanto, não foi ratificada pela Nota GEPAR 00/240 (infere-se da acusação de que esta última nota foi produzida por órgão hierarquicamente superior à original). Em razão dos estudos preparados, da sua utilização como material de suporte decisório, da realização de reuniões e estudos complementares, a atuação dos indiciados deve ser tida como refletida. Por esses motivos, creio não ter havido violação ao dever de diligência pelos indiciados com relação às decisões questionadas pela Comissão de Inquérito” (idem).

¹⁶⁹ Idem.

O Colegiado da CVM novamente se referiu à *business judgment rule* por ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2005, realizado em 12 de dezembro de 2007. Conforme o voto do diretor relator Eli Loria:

Desde que o administrador tenha cumprido com seus deveres legais, contratuais e estatutários, ele não responde pelo eventual insucesso de sua decisão, inclusive porque o insucesso resulta, muitas vezes, de alguma situação de mercado sobre a qual o administrador não tem qualquer controle. Tal regra, conhecida como “regra da decisão comercial”, com espelho no direito estadunidense, integra a discricionariedade do administrador e indica que suas decisões não devem ser questionadas exceto em caso de má-fé, erro ou ato ilícito, devendo ser discutido, apenas, se houve descumprimento dos deveres legais e estatutários impostos aos administradores no processo decisório. Entende-se que eventual revisão posterior de decisão comercial deve restringir-se apenas ao processo que levou até ela, deixando de lado o mérito, a conveniência ou a oportunidade da medida.¹⁷⁰

Dentre os casos julgados pela CVM em 2008, destacam-se, no que tange ao presente estudo, os Processos Administrativos Sancionadores CVM nºs 25/2003¹⁷¹ e RJ2007/4476, no âmbito dos quais foi ratificado o entendimento de que não caberia à CVM analisar o mérito das decisões negociais, uma vez observados os requisitos da *business judgment rule*. Vale destacar que, especificamente em relação ao segundo processo acima mencionado, o Colegiado da CVM, nos termos do voto do diretor relator Marcos Barbosa Pinto, firmou o entendimento de que a presunção estabelecida pela *business judgment rule* vale com ainda mais força para administradores independentes¹⁷².

Interessante, e em certa medida isolado, entendimento foi aventado pela CVM quando do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/1815. Contestando a tese da defesa de que determinada decisão de acionista controlador estaria amparada pela *business judgment rule*, os diretores Marcos Babosa Pinto e Otavio Yazbek afastaram expressamente a

¹⁷⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2005, rel. Eli Loria, j. em 12 dez. 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2007/200712_12_0805.html>. Acesso em: 31 out. 2018.

¹⁷¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/2003, rel. Eli Loria, j. em 25 mar. 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

¹⁷² Conforme voto do diretor relator “não custa lembrar – pois os controladores costumam esquecer – que a *business judgment rule*, acatada em diversos precedentes desta autarquia, também vale para os administradores independentes ou eleitos pelos acionistas minoritários. Digo mais: ela vale com mais força para eles. [...] A jurisprudência norte-americana reconhece, nesse sentido, que o afastamento da presunção de aplicação da *business judgement rule* exige provas mais detalhadas e contundentes no caso de decisão tomada por maioria independente do que nas hipóteses de deliberações em que predominaram os votos de administradores não independentes” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/4476, rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 12 mar. 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080312_PAS_RJ20074476.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018).

aplicação da regra no caso concreto, que tratava da aferição de eventual responsabilização do controlador em razão de usurpação de oportunidade comercial, por não terem vislumbrados os requisitos de aplicação da regra. Os referidos diretores manifestaram-se, todavia, favoráveis à alegação de que, caso estivessem presentes os pressupostos de aplicação da regra, seria possível a aplicação da *business judgment rule* para acionistas controladores. Nesse sentido, vide o excerto abaixo constante do voto do diretor Marcos Barbosa Pinto:

Nem se diga, como alega a defesa, que a decisão do controlador está protegida pela regra da decisão empresarial. Como se sabe, essa regra impede a CVM de reexaminar o mérito das decisões tomadas por administradores e até por controladores. Contudo, nossos precedentes deixam claro que a regra da decisão empresarial só vale quando a decisão é tomada de forma desinteressada, mediante um processo legítimo. A regra da decisão empresarial parte de uma comparação empírica de competências institucionais: via de regra, a administração e o controlador estão em melhores condições de decidir o que é melhor para a companhia do que a CVM. Logo, o reexame do mérito de suas decisões pouco tem a contribuir para o interesse social, podendo até gerar efeitos adversos, como aversão ineficiente a risco e burocratização desnecessária do processo decisório.^{173,174}

No mesmo sentido, aplicou-se a *business judgment rule* aos Processos Administrativos Sancionadores CVM n^{os} 14/2005¹⁷⁵ e RJ2009/2610¹⁷⁶, julgados, respectivamente, em 5 de maio de 2009 e 28 de setembro de 2010, contribuindo para a formação de uma orientação consolidada da autarquia acerca da aplicação da regra. Julgados, respectivamente, em 15 de dezembro de 2009 e 14 de dezembro de 2010, destacam-se, todavia, os Processos Administrativos Sancionadores CVM n^{os} 19/2005 e 18/2008, no âmbito dos quais foi afastada a aplicação da *business judgment rule*. Ressalta-se que, embora não tenham aplicado a regra, os diretores o fizeram não porque entenderam que ela seria incompatível com o ordenamento jurídico brasileiro, mas sim porque não identificaram, nos casos analisados, a existência dos requisitos

¹⁷³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM n^o RJ2008/1815, rel. Eli Loria, j. em 28 abr. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2009/20090428_PAS_RJ20081815.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

¹⁷⁴ Na mesma toada, afastando a aplicação da *business judgment rule* por entender que a decisão do acionista controlador não visava a atender o interesse da companhia, o diretor Otavio Yazbek consignou em seu voto que “como destacou o diretor Marcos Barbosa Pinto em seu voto, não há como, aqui, trazer em defesa do controlador a regra da Business judgment rule, reconhecendo-se a legitimidade, a priori, da decisão empresarial – esta presume decisões tomadas no interesse da companhia” (idem).

¹⁷⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM n^o 14/2005, rel. Eli Loria, j. em 5 maio 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2009/20090505_PAS_1405.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

¹⁷⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM n^o RJ2009/2610, rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 28 set. 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20100928_PAS_RJ20092610.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

de sua aplicação. Em relação ao primeiro caso, nos termos do voto do diretor Otavio Yazbek, entendeu-se que:

No presente caso, não cabe nem sequer trazer à baila a questão da *business judgment rule* por não haver, aqui, como se contrapor as decisões de contratação e de pagamento a determinados resultados, que estavam fora do alcance dos administradores. Não se está, em nenhum momento, contrapondo (i) uma perda da companhia (ii) à conduta dos administradores, a fim de verificar a existência denexo causal. E é por este motivo que o excludente trazido por aquela fórmula não se aplica e nem pode se aplicar ao presente caso.¹⁷⁷

Quanto ao segundo caso, conhecido como “um dos mais emblemáticos precedentes de descumprimento do dever de diligência por parte de administradores de companhias”¹⁷⁸, julgou-se a conduta do diretor financeiro da Sadia S.A., no contexto da crise econômica de 2008, relacionada à realização de operações de *hedging*, assumindo um risco superior àquele admitido pela política financeira da companhia, as quais ocasionaram grande prejuízo à companhia. Desse modo, a análise da CVM não se referia à tomada da decisão negocial por parte do referido administrador, mas sim ao descumprimento da política financeira que deveria ter pautado a conduta do diretor, limitando as suas atribuições no que concerne à realização de operações relativas a instrumentos financeiros. Nos termos do voto do diretor relator:

Esclareça-se que não está se falando do julgamento negocial dos administradores acerca do nível adequado de risco e retorno que a companhia deve se expor. Essa é uma decisão gerencial que não deve ser questionada por esta autarquia. Nesse ponto, abro um parêntese para debater, desde já, o argumento de defesa que levantou a utilização do chamado “*business judgment rule*”, pelo qual os atos realizados pelo administrador na regular gestão da companhia, segundo o seu julgamento de conveniência e oportunidade, não podem ser atacados se os seus efeitos se mostraram danosos. Esse argumento de defesa está correto. Porém, não se aplica ao presente caso, tendo em vista que: (i) não está em discussão a decisão da Sadia em realizar operações complexas, com derivativos; (ii) não estão em discussão, tampouco, os prejuízos gerados por essas operações. Como se desenvolverá no decorrer desse voto, estamos discutindo, tão somente, a diligência dos seus administradores na adoção e monitoração dos sistemas de controles, que serviam para a verificação do cumprimento das políticas internas implantadas na própria Sadia.¹⁷⁹

¹⁷⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19/2005, rel. Eliseu Martins, j. em 15 dez. 2009. Cumpre, no entanto, destacar que o diretor Otavio Yazbek confere à regra o tratamento de excludente de responsabilidade que, de certa forma, coaduna-se ao entendimento de que a *business judgment rule* teria sido incorporado ao ordenamento jurídico com base no artigo 159, parágrafo 6º da Lei das Sociedades por Ações. Tal entendimento, conforme destacado anteriormente, revela-se incompatível com a própria função do regra, na medida em que vincula a sua verificação a um contexto no qual já houve a apuração da responsabilidade – caso contrário não operaria como uma excludente, uma vez que a exclusão pressupõe a existência da responsabilidade.

¹⁷⁸ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 215.

¹⁷⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/2008, rel. Alessandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

Imprescindível, para o estudo da aplicação da *business judgment rule* pela CVM, a análise do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/9574¹⁸⁰, julgado em 27 de novembro de 2012. Nos termos do voto da diretora relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, o Colegiado da CVM procedeu à análise comparada entre o *Model Business Corporation Act* estadunidense – o qual representa uma tentativa de codificação da *business judgment rule* –, e as regras do direito brasileiro que tratam dos deveres impostos aos administradores de companhias, concluindo que a regra é compatível com o direito brasileiro. Nessa direção, vide o trecho do voto da relatora abaixo:

Tanto no Brasil como em outras jurisdições aplica-se um padrão de conduta aos administradores. No nosso caso, este padrão é dado pelo art. 153 da Lei no 6.404/1976 que dispõe: “o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”. Este artigo é o núcleo a partir do qual outros padrões de conduta emanam na Lei 6.404/1976: o dever de agir no interesse da companhia (art. 154), o dever de lealdade (art. 155), o dever de não atuar em situações de conflito de interesse (art. 156), e o dever de informar (art. 157). Este padrão é muito semelhante àquele adotado nos Estados Unidos, pelo Estado de Delaware, onde estão incorporadas grandes companhias americanas, e também pelo *Model Business Corporation Act* (MBCA) preparado e revisado pela American Bar Association. A jurisprudência norte-americana é rica na avaliação e na aplicação do conceito. Por isso, em seu voto seminal no PAS CVM no RJ2005/1443, julgado em 21/03/2006, o Diretor-Relator, Pedro Oliva Marcílio de Sousa, lembrou em seu voto a Regra da Decisão Negocial americana (*Business Judgment Rule*) e acrescentou: “a construção jurisprudencial norte-americana para o dever de diligência em nada discrepa do que dispõe o art. 153 da Lei no 6.404/1976, sendo possível utilizar-se, no Brasil, dos mesmos standards de conduta aplicados nos Estados Unidos. A utilização desses standards poderia fazer com que a aplicação do art. 153 fosse mais efetiva do que é hoje, pois poderíamos passar a observar o processo que levou à tomada da decisão para ver se os cuidados mínimos, que demonstram a diligência do administrador, foram seguidos, não nos limitando a simplesmente negar a possibilidade de re-análise do conteúdo da decisão tomada”. Concordo com a visão do Diretor Pedro Marcílio. Entendo também que o ponto de partida incorporado na Regra americana (*Business Judgment Rule*), e na nossa, é que os administradores de uma companhia são os responsáveis pela condução dos negócios dela. A Regra americana presume que, ao tomarem uma decisão, os administradores da companhia agiram de forma diligente (i.e., *with due care*), de boa-fé, e na crença de que a decisão tomada foi no melhor interesse da companhia. Estes mesmos conceitos aparecem nos artigos acima citados de nossa Lei.

Cumpra, ainda, destacar o seguinte excerto do voto da diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, que trata não apenas da razão de ser da *business judgment rule*, mas

¹⁸⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/9574, rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 27 nov. 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20121127_PAS_RJ20089574.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

também dos efeitos adversos que resultariam caso não fosse aplicada, indicando, ainda, os casos nos quais, excepcionalmente, caberia a revisão da decisão negocial:

A atividade econômica seria seriamente prejudicada se o sistema judiciário e o regulador passassem o tempo todo julgando as ações dos administradores *ex-post*. É muito fácil apontar que uma decisão foi errada olhando pelo retrovisor do tempo. Mas a essência do mundo dos negócios é tomar riscos. É aplicar o conjunto de informações e crenças que se apresentam em um determinado momento para decidir sobre fatos que gerarão efeitos sobre o futuro da companhia, futuro sobre o qual ninguém tem o controle. É o mercado quem deve corrigir erros reiterados de julgamento da administração, quando tomados de boa-fé, e no que era percebido pela administração da companhia como o melhor para esta. Cabe aos participantes do mercado e aos acionistas removerem administradores, reduzirem sua remuneração, e mesmo castigarem o preço das ações de uma companhia por decisões, tomadas de boa-fé e no interesse da companhia, mas que se apresentaram errôneas *ex-post*. Se as decisões estivessem sempre sob o escrutínio dos reguladores, os administradores e as companhias tomariam decisões não pensando na companhia, mas em como não serem processados. Evidentemente, a inovação, o empreendedorismo, o crescimento econômico e o emprego seriam negativamente afetados. Não cabe aos reguladores ou ao judiciário julgar as decisões dos administradores *a posteriori*, exceto se o padrão de conduta discutido acima foi: (a) afetado por uma situação de conflito de interesses na qual o administrador poderia extrair para si ou para outrem um benefício patrimonial ou facilidade; ou manchado pela evidência de fraude ou má-fé para prejudicar a companhia.

Em julgamento realizado em 18 de fevereiro de 2013, o Colegiado da CVM, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006, embora tenha afastado a aplicação da *business judgment rule* ao caso concreto, novamente reconheceu a existência da regra no direito brasileiro, entendendo, todavia, que não se estava diante de uma decisão negocial. Nos termos do voto do diretor relator:

A *business judgment rule* blinda as decisões negociais tomadas de maneira informada, desinteressada e refletida. No entanto, os autores nacionais que se debruçaram sobre o conteúdo do dever de diligência vislumbraram, no conceito aberto do art. 153, a presença de uma série de outros comportamentos, dentre os quais destaco, para os fins do presente processo, o dever de vigilância e o dever de investigar. Assim, fica clara a impropriedade da tentativa de equiparação, sem maiores cuidados, do padrão de comportamento da *business judgment rule* ao presente caso. Se não por outro motivo porque, ao proceder dessa maneira, ignora-se que o dever de diligência não se resume ao dever de tomar decisões negociais diligentes, envolvendo, também, toda uma dimensão voltada à supervisão das atividades da companhia, à qual não se aplicam os mesmos parâmetros (*i.e.*, se se trata de decisões tomadas de maneira informada, refletida e desinteressada). Essa interpretação, é bom salientar, em nada inova ou contraria os precedentes da CVM. Não se está negando a aplicabilidade, ao direito brasileiro, da racionalidade subjacente à *business judgment rule*, presente tanto na doutrina quanto nas decisões norte-americanas e mesmo naquelas tomadas por esta autarquia. O exercício feito acima pretende, apenas, distinguir com maior clareza as hipóteses em que se deve aplicar esta racionalidade (ainda que com alguns temperamentos) de outras cujo reexame reclama ponderações de ordem distinta. E o presente caso é uma delas. Aqui estamos tratando com algo diferente de uma decisão

negocial – decisões sobre controles internos são decisões organizacionais de outra ordem.¹⁸¹

Igualmente, por ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2002, o Colegiado da CVM decidiu pelo afastamento da *business judgment rule* – embora ao mesmo tempo tenha reconhecido a sua aplicabilidade no direito brasileiro –, em razão da violação de controles internos e da indiferença com relação a *red flags* apontados à administração, nos termos do voto da diretora relatora Luciana Dias parcialmente reproduzido abaixo:

Para análise das operações específicas e afastamento da proteção usualmente conferida pela CVM a decisões negociais, levei em conta: (i) elementos que subvertessem ou burlassem esses controles internos; ou (ii) a falta de atenção e reflexão sobre os *red flags* que esses controles tenham enviado aos administradores. Mais precisamente, em relação ao presente caso, considere o conteúdo dos pareceres técnicos quanto à qualidade e situação do crédito dos tomadores e condições das operações que foram aprovadas.^{182,183}

Dentre os casos julgados em 2015, o Colegiado da CVM tangenciou a discussão sobre a aplicação da *business judgment rule* quando do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2009. Neste caso, o diretor relator Roberto Tadeu destacou que, ao vislumbrar-se interesse do administrador em determinada decisão, deve-se proceder à análise de sua conduta com base no *standard* do dever de lealdade. Desse modo, asseverou que “especificamente quanto aos *standards* do dever de lealdade, infere-se que são aplicáveis quando o administrador tem interesse na decisão, dado que, caso contrário, aplicam-se os *standards* do dever de diligência previsto no art. 153 da mesma Lei”¹⁸⁴.

Ainda, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/5211, o Colegiado da CVM rejeitou a aplicação da *business judgment rule* ao qualificar a conduta

¹⁸¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006, rel. Otavio Yazbek, j. em 18 fev. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130218_PAS_242006.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

¹⁸² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2002, rel. Luciana Dias, j. em 26 fev. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130226_PAS_112002.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

¹⁸³ No mesmo sentido, reconhecendo a compatibilidade da *business judgment rule* com o direito brasileiro, no entanto, afastando-a do caso em análise, em razão de não ter sido verificado um de seus elementos, qual seja, a decisão informada, destaca-se a decisão proferida no âmbito do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/1402, de relatoria da diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 22 de julho de 2014.

¹⁸⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2009, rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 2 jun. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150602_PAS_0109.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

contestada como uma decisão interessada, uma vez que se referia à determinação, pelo conselho de administração, da remuneração do presidente do referido órgão. Nesse sentido, o diretor relator Pablo Renteria trouxe em seu voto o seguinte entendimento:

Em se tratando de uma decisão interessada, o padrão de conduta esperado do administrador é mais rígido. Nesse caso, não se analisa a decisão sob a ótica dos standards do dever de diligência previsto no art. 153 da Lei no 6.404/76, mas sim sob as regras dos artigos 154, 155 ou 156 dessa Lei, quando devidamente aplicáveis. Nesse sentido, conforme já exposto pelo Colegiado da CVM no âmbito do julgamento do PAS CVM nº RJ2005/1443, ocorrido em 10.5.2006 e relatado pelo então Diretor Pedro Oliva Marcilio, “[o] padrão de exigência muda completamente [...] quando o administrador é parte interessada na decisão. Nesse caso, deixamos de lado o art. 153 e aplicamos o art. 155 (ou o 154, ou, ainda, o 156, como veremos nos próximos tópicos)”.¹⁸⁵

Aponta-se, também, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2009, julgado em 21 de julho de 2015, relacionado à apuração da responsabilidade de administradores referente à definição da relevância de fato para fins de sua divulgação ao mercado ou não. Entendeu-se que a hipótese em tela não configura uma decisão negocial, motivo pelo qual não caberia a aplicação da *business judgment rule*. Nos termos do voto da diretora relatora Luciana Dias:

Os precedentes desta casa têm admitido a aplicação da lógica subjacente à *business judgment rule* para a proteção de decisões negociais tomadas por administradores de maneira informada, refletida e desinteressada. Entretanto, é preciso lembrar que, mesmo nas jurisdições em que teve origem, a doutrina da decisão negocial não diz respeito a toda e qualquer decisão da administração de uma companhia, mas volta-se a decisões de cunho negocial e afasta decisões relacionadas a questões organizacionais, ou ao mero cumprimento de obrigações impostas pela regulamentação ou pelo estatuto da companhia.¹⁸⁶

Também em 2015, o Colegiado da CVM procedeu ao julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/11073, aplicando a regra ao caso concreto, salientando, pois, que, diante de decisões negociais tomadas de forma diligente, de boa-fé e no interesse da companhia, não haveria espaço para revisão de mérito pelo julgador. Nesse sentido, o diretor relator Pablo Renteria apontou, *in verbis*:

¹⁸⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/5211, rel. Pablo Renteria, j. em 1º jul. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150701_PAS_RJ20115211.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

¹⁸⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2009, rel. Luciana Dias, j. em 21 jul. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150721_PAS_092009.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

A acusação, como se vê, questiona a tomada de decisão negocial por parte dos administradores da Companhia. Para a SEP, os diretores não agiram com diligência e no interesse da Companhia porque (i) as condições financeiras da Clarion não eram apropriadas para a aquisição da unidade industrial e (ii) o seu posterior arrendamento se deu em condições, no juízo da área técnica, prejudiciais. Em casos como o presente, este Colegiado tem se baseado, reiteradamente, na *business judgment rule*. Tal orientação, recepcionada do direito norte-americano, visa a evitar que o administrador seja indevidamente responsabilizado em razão de decisão negocial tomada de forma diligente, de boa-fé e no interesse da companhia. Justifica-se na constatação de que não compete ao órgão regulador rever o mérito de decisão negocial e punir aquele que, de forma diligente e bem intencionada, realizou determinada transação que, todavia, acabou por se revelar prejudicial à companhia. Se agisse dessa maneira, o regulador desestimularia a (saudável e indispensável) assunção de riscos pelo administrador e, por conseguinte, geraria entraves à plena consecução do objeto social da companhia. Por essa razão, ao examinar o cumprimento do dever de diligência por parte do administrador, a CVM tem levado em consideração o processo decisório observado, e não o mérito da decisão ou os resultados que dela decorreram. No caso concreto, caberia à área técnica averiguar se, ao decidir por adquirir a mencionada unidade industrial e, posteriormente, arrendá-la, os acusados agiram (i) de forma diligente, procurando reunir e estudar as informações relevantes que razoavelmente se encontravam ao seu alcance; (ii) de boa-fé; e (iii) no que acreditavam ser o melhor interesse da Clarion. No entanto, ao avaliar tão somente as condições financeiras da Companhia e os termos contratuais da operação, parece-me que a acusação se baseou, exclusivamente, no mérito da decisão dos diretores. A meu ver, isso já seria o suficiente para absolver os administradores.¹⁸⁷

Em 12 de abril de 2016, o Colegiado da CVM afastou a incidência da *business judgment rule* no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/5099 por terem os diretores da CVM considerado que a decisão dos membros do conselho de administração relativa à atribuição de remuneração supostamente excessiva à administração não seria desinteressada – tal como restou decidido pelo Colegiado da CVM no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/5211 acima mencionado. Nesse sentido, vide trecho a seguir do voto do diretor relator Gustavo Tavares Borba, datado de 15 de março de 2016:

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

¹⁸⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/11073, rel. Pablo Renteria, j. em 15 dez. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151215_PAS_RJ201111073.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

qualquer interesse financeiro ou pessoal na matéria” (Mercado de Capitais – Regime Jurídico; 3ª ed., pag. 445), o que afastaria a aplicação da regra no presente caso.¹⁸⁸

Ainda em 2016, o Colegiado da CVM novamente tratou da *business judgment rule* ao julgar o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2007, afastando-a em razão de não ter sido tomada no interesse da companhia a decisão sobre a qual recaiu a análise da autarquia. Assim, decidiu-se, de acordo com o voto do diretor relator Pablo Renteria, que:

A business judgment rule em nada aproveita à acusada, por não estarem reunidos no presente caso os pressupostos de sua aplicação. Com efeito, a acusação que recai sobre Carla Cico diz respeito à contratação da Kroll para realizar serviços que atendiam aos interesses do Opportunity. Não se trata, portanto, de uma decisão tomada no interesse da Companhia, o que basta para afastar a mencionada regra de julgamento.¹⁸⁹

Menção à *business judgment rule* é novamente feita pelo Colegiado da CVM quando do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/2012 para, contudo, afastá-la no caso concreto. Vislumbrou-se diante das particularidades apresentadas aos diretores que o administrador da companhia em questão tinha interesse quanto à decisão tomada, ensejando, pois, que não lhe fosse conferida a proteção da regra. Conforme voto do diretor relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, datado de 1º de novembro de 2016:

Especificamente quanto aos *standards* do dever de lealdade, infere-se que são aplicáveis quando o administrador tem interesse na decisão, dado que, caso contrário, aplicam-se os standards do dever de diligência previsto no art. 153 da mesma Lei. Nesse sentido é o voto proferido pelo Diretor Pedro Marcílio no julgamento do PAS CVM nº RJ2005/1443, ao assim dispor: “O padrão de exigência muda completamente, entretanto, quando o administrador é parte interessada na decisão. Nesse caso, deixamos de lado o art. 153 e aplicamos o art. 155 (ou o 154, ou, ainda, o 156, como veremos nos próximos tópicos). [...] Sem me preocupar com todas as nuances dos incisos do caput desse artigo, eles estabelecem que o administrador deve ser leal, não se aproveitando (ou deixando que outros se aproveitem) de oportunidades negociais (ou de direitos) que, se os administradores agissem lealmente, teriam sido aproveitados pela Companhia”. Tal entendimento foi ainda reiterado pelo Diretor-Relator no julgamento do PAS CVM no 21/2004, nos seguintes termos: “[...] quando a decisão não for desinteressada, aplicam-se as regras do dever de lealdade (artigos 154 e 155), a partir das quais é possível analisar o mérito da decisão negocial [...] Como se pode ver, a revisão da diligência de um administrador, quando não há falta de dever de lealdade, é, essencialmente, uma revisão sobre o processo de tomada de decisão”.¹⁹⁰

¹⁸⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/5099, rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 12 abr. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160421_PAS_RJ20145099.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

¹⁸⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2007, rel. Pablo Renteria, j. em 22 set. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160922_PAS_012007.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

¹⁹⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/2012, rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 15 dez. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/032012_Banco_do_Brasil.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

Novamente o Colegiado da CVM referiu-se à *business judgment rule* no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/10677, que versava, principalmente, acerca da apuração da responsabilidade da União Federal em razão de suposto exercício abusivo do poder de controle em relação à Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS. O diretor relator Henrique Balduino Machado Moreira entendeu que a Superintendência de Relações com Empresas da CVM teria violado os limites impostos à atuação da CVM quando da análise do valor presente líquido de dívida da Amazonas Distribuidora de Energia S.A., uma vez que corresponde a uma análise do mérito da decisão da administração. Nesse sentido, entendeu o referido diretor que:

A análise sobre o valor presente líquido empreendida pela SEP esbarra no limite de atuação da CVM em casos semelhantes, pois compete à Autarquia, no exercício das atribuições que lhe foram conferidas pela Lei nº 6.385, de 1976, o dever de avaliar o processo que levou até a decisão da administração. Não cabe ao regulador colocar-se no lugar do administrador e determinar qual deveria ter sido o desfecho ideal para determinado negócio, pois, conforme posição já consolidada no âmbito desta Autarquia, não compete à CVM adentrar no mérito da decisão, aplicando-se às circunstâncias a regra da decisão negocial (*business judgment rule*).¹⁹¹

Por fim, no âmbito do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/2012, realizado em 7 de março de 2017, o Colegiado da CVM valeu-se novamente da *business judgment rule*, aplicando-a analogicamente a gestores de recursos, para estabelecer critérios de análise do processo decisório pela autarquia. Nesse sentido, vide trecho abaixo do voto do diretor relator Gustavo Tavares Borba:

Ressalve-se também que, conforme reconhecido pela CVM em precedentes, a análise a posteriori de transações deve ser realizada com cautela e parcimônia, uma vez que, no momento da realização de determinado negócio, o agente econômico atua em um contexto dinâmico cuja natureza das decisões e a forma de atuação são totalmente diferentes do que se verifica em uma apreciação posterior dessa situação pretérita. Por todas essas circunstâncias e conforme doutrina da *business judgment rule* (aplicável por analogia aos gestores de recursos), afigura-se importante, no exame do dever de diligência, apurar e analisar o processo de tomada da decisão que culminou em determinado negócio, e não o seu mérito propriamente dito, a fim de evitar que a CVM se imiscua em papel que não lhe é próprio, substituindo-se aos agentes econômicos responsáveis pelas decisões negociais, o que poderia gerar efeitos colaterais nefastos,

¹⁹¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/10677, rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. em 7 fev. 2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201510677_PETROBRAS_2.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018. Cumpre destacar que, o diretor Leonardo P. Gomes Pereira consignou, em seu voto, que a *business judgment rule* já se encontraria consolidada, destacando, nesse sentido, a existência de diversos precedentes da CVM.

como o afastamento de bons profissionais do mercado e o próprio engessamento de sua atuação, por receio de posterior responsabilização administrativa.¹⁹²

A análise dos casos acima reportados indica que a atuação da CVM, no que concerne às decisões proferidas pelo Colegiado, revela-se coerente com a *business judgment rule*, a qual, conforme visto, foi expressamente aplicada em diversas oportunidades. Vislumbra-se, pois, o reconhecimento da importância da regra pela autarquia, de modo a conferir aos administradores das companhias abertas a segurança jurídica de que, pelo menos no que tange à atuação sancionadora da CVM, não serão responsabilizados pelo insucesso das decisões negociais tomadas de boa-fé, de forma diligente e no interesse da companhia.¹⁹³ A consolidação da regra no entendimento da CVM reforça a tese de que, embora não esteja expressamente positivada, a

¹⁹² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/2012, rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 7 mar. 2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/072012_Quality_CCTVM.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018. Vale ressaltar que o diretor relator recorreu ao entendimento plasmado no voto do diretora relatora Maria Helena Santana por ocasião do julgamento realizado em 23 de maio de 2007 do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/5442 para determinar que a análise da CVM, no caso em comento, deveria se limitar a verificar “se a decisão tomada observou o profissionalismo e a lealdade aos interesses do cliente exigidos pela regulamentação para a administração de recursos de terceiros”.

¹⁹³ A ressalva se faz extremamente necessária na medida em que, embora não seja objeto do presente trabalho, uma análise perfunctória da atuação do Poder Judiciário brasileiro no que se refere à apuração da responsabilidade de administradores de companhias indica que a aplicação da *business judgment rule* em sede judicial não é assunto pacificado. Nesse sentido, encontram-se precedentes em que se procedeu à intervenção judicial sobre decisão comercial amparada pela discricionariedade da administração. Cita-se, como exemplo, sentença proferida no âmbito do Processo nº 2003.001.047338-0, o qual tratava de condutas que foram posteriormente analisadas pela CVM no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/9574 acima mencionado. Embora a decisão judicial tenha sido no sentido da condenação dos réus, a autarquia, valendo-se da *business judgment rule*, absolveu, em sede administrativa, todos os réus (BRASIL. Oitava Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 2003.001.047338-0, juiz de direito Alexander dos Santos Macedo, Rio de Janeiro, j. em 14 dez. 2004 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 229). Ao mesmo tempo, verificam-se casos em que o Poder Judiciário reconheceu não apenas suas limitações no que tange à gestão de sociedades empresárias, mas também que não lhe compete imiscuir-se no mérito dos atos administrativos. Nesse esteio, em julgamento de questão de ordem, a ministra Nancy Andrighi salientou que compete ao Poder Judiciário dirimir litígios e não a administração de companhias. Nos termos do voto da relatora, “com efeito, a partir de uma simples cautelar, tem-se, hoje, a tentativa de ambas as partes em imputar ao Judiciário não o dever de solucionar conflitos, mas sim o de gerir, pormenorizadamente, a própria atividade econômica de empresa privada, pois a infinidade de petições e agravos atravessados no processo veiculam a pretensão de impelir o STJ a decidir sobre questões como a viabilidade financeira da venda de determinado imóvel do ativo, a legalidade da compra de antigos Títulos da Dívida Pública (questão que, aliás, está sendo analisada no REsp nº 810.667/RJ), a conveniência de uma carta de intenções para a construção de um edifício firmada com outra empresa e a eventual necessidade de dividir entre os então diretores o ônus quanto ao depósito de fundos em determinado banco que veio a sofrer intervenções judicial, apenas para dar alguns exemplos” (BRASIL. STJ, Questão de Ordem na Petição na Medida Cautelar nº 10.102-RJ, rel. ministra Nancy Andrighi, Brasília, j. em 16 out. 2007. Disponível em: <<https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/19215507/questao-de-ordem-na-peticao-na-medida-cautelar-qo-na-pet-na-mc-10102-rj-2005-0080074-5-stj>>. Acesso em: 31 out. 2018). Nessa mesma toada, vide BRASIL. STJ, Recurso Especial nº 1.377.908-RJ, rel. ministro Luis Felipe Salomão, Brasília, j. em 21 mar. 2013. Disponível em: <<https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/555914422/recurso-especial-resp-1426421-rj>>. Acesso em: 31 out. 2018. Nos termos do voto do relator, “não [cabe] ao Judiciário apreciar o mérito dos atos administrativos, isto é, questão acerca de ‘critérios variáveis que se contêm na apreciação subjetiva dos administradores, a quem cabe decidir acerca da conveniência e oportunidade do ato’”.

business judgment rule é compatível com o ordenamento jurídico brasileiro, e, mais do que isso, encontra-se a ele incorporada, devendo, pois, ser aplicada sempre que casuisticamente forem verificados os seus pressupostos.

CONCLUSÃO

Buscou-se, inicialmente, neste trabalho, apresentar a atual estrutura da administração das companhias. À guisa de contextualizar o panorama jurídico no qual se insere a *business judgment rule*, teceram-se breves considerações acerca do movimento de dissociação entre propriedade e controle – verificado, principalmente, em razão da tendência de dispersão acionária –, em razão do qual a administração foi impulsionada a uma posição de ainda mais destaque. Fez-se necessária, então, a análise das principais características da administração tal como esboçada pelo ordenamento jurídico brasileiro, de modo a verificar o seu arcabouço normativo.

Em seguida, observou-se que, em contrapartida à ascensão da administração no que tange à gestão do negócio, torna-se ainda mais aparente a tendência da responsabilização de administradores em razão de decisões tomadas no exercício das atribuições que lhes competem de acordo com a lei e com o estatuto social da companhia. No entanto, conforme destacado neste trabalho, observados os padrões de conduta estabelecidos nos termos da lei, não cabe a responsabilização dos administradores pelo insucesso de decisões negociais tomadas de forma diligente, desinteressada e independente e de boa-fé. Ora, a prática empresarial aponta que as decisões lucrativas envolvem grandes riscos. Não seria sequer razoável que os administradores sofressem os efeitos adversos das decisões tomadas visando a resultados lucrativos para a companhia e, com isso, os acionistas – ainda mais quando se constata que isso representaria atribuir aos acionistas apenas o bônus da empresa, afastando-lhes o ônus que é inerente à atividade econômica.

Procedeu-se, então, à análise dos principais deveres de conduta que devem orientar a atuação da administração, com ênfase ao tratamento a eles conferido pelo direito brasileiro, que os concebe como *standards*, isto é padrões amplos e largos de conduta dotados de plasticidade para que sejam ajustados casuisticamente. Neste sentido, discorreu-se acerca dos deveres de lealdade, evitar conflito de interesses, informar e, principalmente, diligência – o qual se decompõe nos deveres de qualificar-se para o exercício do cargo, bem administrar, informar-se, investigar e vigiar. Com este exame, pretendeu-se avaliar as bases que indicam a compatibilidade da *business judgment rule* com o sistema jurídico brasileiro.

No terceiro capítulo, examinou-se a própria *business judgment rule*, conforme delineada pelo direito anglo-saxão, destacando-se as decisões e estudos doutrinários que contribuíram para a definição de seus pressupostos e suas principais características. Em seguida, procedeu-se à investigação acerca da aplicabilidade da regra no Brasil, abordando o entendimento de respeitáveis doutrinadores que se debruçaram sobre o tema, os quais se posicionam favoravelmente à tese de que a regra teria sido incorporada ao direito brasileiro.

Alinhou-se, todavia, à orientação de que a *business judgment rule* se manifesta no Brasil com fulcro no regime de deveres e responsabilidades como um todo – no âmbito do qual se verificam os requisitos que ensejam a aplicação da referida regra –, e não pura e simplesmente no parágrafo 6º do artigo 159 da Lei das Sociedades por Ações, que trata de uma hipótese de exclusão de responsabilidade, pressupondo, pois, a análise do mérito da decisão. Trata-se, então, de reconhecer um limite anterior à própria aferição da responsabilidade: visa-se a limitar a atividade do julgador à apreciação do processo de tomada de decisão, impedindo-o, contudo, de rever o mérito da decisão negocial tomada.

Por fim, analisaram-se os casos julgados pela CVM, no exercício de sua atividade sancionatória, relacionados à aplicação da *business judgment rule*. Verificou-se que a autarquia se valeu de tal regra em um grande número de processos administrativos sancionadores, reconhecendo, pois, limites à sua própria atuação. Esta deferência da CVM à *business judgment rule* não apenas reforça a importância da regra, mas também corrobora a tese de que é ela compatível com o ordenamento jurídico brasileiro e, por conseguinte, passível de aplicação no caso concreto, a despeito de não se encontrar expressamente positivada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/>. Acesso em: 16 nov. 2018.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada* (trad. Dinah de Abreu Azevedo). 1 ed. São Paulo: Editora Abril, 1984.

BLOK, Marcella. Business judgment rule: a responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 46. out. 2009.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2627.htm>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; altera as Leis nos 11.478, de 29 de maio de 2007, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.350, de 20 de dezembro de 2010, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.248, de 23 de outubro de 1991, 9.648, de 27 de maio de 1998, 11.943, de 28 de maio de 2009, 9.808, de 20 de julho de 1999, 10.260, de 12 de julho de 2001, 11.096, de 13 de janeiro de 2005, 11.180, de 23 de setembro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, 11.909, de 4 de março de 2009, 11.371, de 28 de novembro de 2006, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 10.312, de 27 de novembro de 2001, e 12.058, de 13 de outubro de 2009, e o Decreto-Lei no 288, de 28 de fevereiro de 1967; institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga;

altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. STJ, 1ª Seção, AR 259/DF, rel. Min. César Asfor Rocha, j. em 30 nov. 1993, publicada no DJU em 7 de março de 1994.

_____. STJ, Questão de Ordem na Petição na Medida Cautelar nº 10.102-RJ, rel. ministra Nancy Andrichi, Brasília, j. em 16 out. 2007. Disponível em: <<https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/19215507/questao-de-ordem-na-peticao-na-medida-cautelar-qo-na-pet-na-mc-10102-rj-2005-0080074-5-stj>>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. STJ, Recurso Especial nº 1.377.908-RJ, rel. ministro Luis Felipe Salomão, Brasília, j. em 21 maio 2013. Disponível em: <<https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/555914422/recurso-especial-resp-1426421-rj>>. Acesso em: 31 out. 2018.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração das companhias e a business judgment rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, vol. 3. 6 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Inquérito Administrativo CVM 04/1999, rel. Norma Jonssen Parente, j. em 17 abr. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417_PAS_0499.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Inquérito Administrativo CVM nº TA - SP2001/0725, rel. Norma Jonssen Parente, j. em 13 mar. 2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20030313_PAS_SP20010725.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Inquérito Administrativo CVM nº 31/2000, rel. Norma Jonssen Parente, j. em 10 jul. 2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20030710_PAS_3100.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Instrução da CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. Instrução da CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/2002, rel. Norma Jonssen Parente, j. em 12 fev. 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212_PAS_0302.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8542, rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 29 ago. 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829_PAS_RJ20058542.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443, rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 10 maio 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/0097, rel. Maria Helena de Santana, j. em 15 mar. 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancio>>

nadores/sancionador/anexos/2007/20070315_PAS_RJ20050097.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/2004, rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 15 maio 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515_PAS_2104.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2005, rel. Eli Loria, j. em 12 dez. 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2007/20071212_0805.html>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/2003, rel. Eli Loria, j. em 25 mar. 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/4476, rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 12 mar. 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080312_PAS_RJ20074476.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/1815, rel. Eli Loria, j. em 28 abr. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2009/20090428_PAS_RJ20081815.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/2005, rel. Eli Loria, j. em 5 maio 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2009/20090505_PAS_1405.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/2610, rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 28 set. 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20100928_PAS_RJ20092610.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/2008, rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/9574, rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 27 nov. 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20121127_PAS_RJ20089574.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006, rel. Otavio Yazbek, j. em 18 fev. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130218_PAS_242006.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2002, rel. Luciana Dias, j. em 26 fev. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130226_PAS_112002.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2009, rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 2 jun. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150602_PAS_0109.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/5211, rel. Pablo Renteria, j. em 1º jul. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150701_PAS_RJ20115211.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2009, rel. Luciana Dias, j. em 21 jul. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150721_PAS_092009.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/11073, rel. Pablo Renteria, j. em 15 dez. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151215_PAS_RJ201111073.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/5099, rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 12 abr. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160421_PAS_RJ20145099.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2007, rel. Pablo Renteria, j. em 22 set. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160922_PAS_012007.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/2012, rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 15 dez. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/032012_Banco_do_Brasil.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/10677, rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. em 7 fev. 2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201510677_PETROBRAS_2.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/2012, rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 7 mar. 2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/072012_Quality_CCTVM.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

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

FRAZÃO, Ana. Função social da empresa – repercussão sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GOMES, Orlando. *Introdução ao direito civil*. 20 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015.

LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A. – exposições, pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LEÃO JR., Luciano de Souza. *Conselho de administração e diretoria*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). *Direito das companhias*. 2 ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

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

NEVES, José Roberto de Castro. *Direito das obrigações*. 2 ed. Rio de Janeiro: GZ Ed., 2009.

OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014.

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

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

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*, vol. I. 27 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

_____. *Instituições de direito civil*, vol. II. 27 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial, vol. 2. 29 ed. rev. e atual. por Rubens Edmundo Requião. São Paulo: Saraiva, 2012.

ROCHA, João Luiz Coelho da Rocha. *Administradores, conselheiros e prepostos das sociedades*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Administradores de sociedades anônimas: relação jurídica entre o administrador e a sociedade*. São Paulo: Almedina, 2014.

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

TEIXEIRA, Pedro Freitas. *Os deveres de conduta dos administradores de companhia aberta: uma análise funcional da responsabilidade civil no âmbito da Lei 6.404/76*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.