

**Instituto de Ensino e Pesquisa – Insper**  
**LL.M em Direito Societário**

**Victor Garkisch**

**A Responsabilidade Civil de Administradores e *Business Judgment Rule***

**São Paulo**

**2018**

Victor Garkisch

**A Responsabilidade Civil de Administradores e *Business Judgment Rule***

Monografia apresentada ao Programa de LLM do Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, em 28 de junho de 2018, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação em Direito.

Área de concentração: Direito Societário

Orientador: Prof. Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst Buzatto – Instituto de Ensino e Pesquisa – Insper

**São Paulo**

**2018**

Garkisch, Victor

A Responsabilidade Civil de Administradores e *Business Judgment Rule*. Victor Garkisch/Orientadora: Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst Buzatto – São Paulo: Instituto de Ensino e Pesquisa - Insper, 2018. 68 f.

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito – LLM). Área de concentração: Direito Societário. Instituto de Ensino e Pesquisa - Insper.

1. A Responsabilidade Civil de Administradores de Sociedades Anônimas. 2. Business Judgment Rule. 3. Recepção da Business Judgment Rule pela Legislação Brasileira. 4. Entendimentos da CVM sobre a Business Judgment Rule.

Victor Garkisch

**A Responsabilidade Civil de Administradores e *Business Judgment Rule***

Monografia apresentada ao Programa de LLM do Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, em 28 de junho de 2018, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação em Direito.

**Data de Aprovação:** \_\_ / \_\_ / \_\_

**BANCA EXAMINADORA**

---

---

---

## RESUMO

A responsabilização de administradores de sociedades anônimas é matéria amplamente debatida pela doutrina e tratada pela legislação societária vigente, que traz as obrigações fiduciárias de administradores durante a gestão patrimonial e dos negócios da sociedade. Entre os diversos deveres e obrigações aplicáveis aos administradores, há necessidade de se ponderar, contudo, que a atividade empresarial de qualquer natureza presume a assunção de riscos e a tomada de decisões em diversos e incertos cenários, de modo que a responsabilização ilimitada de administradores por seus atos poderia corresponder à inviabilização da consecução das atividades sociais em si. Nesse contexto, a *business judgment rule*, originária de construção jurisprudencial de tribunais norte-americanos, constitui um padrão (*standard*) de conduta a ser observado para verificação da responsabilidade de administradores quando da tomada de decisão negocial. A “regra de decisão negocial” refere-se, outrossim, como um conceito que teria sido adotado pela legislação brasileira, conforme diversos casos julgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assim, propõe-se por este trabalho verificar quais são os deveres dos administradores previstos em legislação brasileira e a sua evolução conceitual até os entendimentos atuais, compreender o que é a *business judgment rule* e sua efetiva aplicação à luz da Lei das Sociedades Anônimas, qual é a posição doutrinária a respeito e como o *standard* vem sendo aplicado pela CVM. Concluiu-se que o conceito da *business judgment rule* é aceito pela legislação nacional, notadamente pelo Art. 158 da Lei das Sociedades Anônimas, muito embora a aplicação do *standard* (especialmente pela CVM) tenha sido realizada de maneira a não considerar todas as suas características fundamentais conforme a jurisprudência norte-americana.

*Palavras-chave:* Responsabilidade de Administradores. Dever de Diligência. Sociedade Anônima. *Business Judgment Rule*. CVM.

## **ABSTRACT**

The liability of Directors is subject to large debate by the doctrine and corporate law, which rules Directors' fiduciary obligations while managing the company. Before the various duties and obligations imposed to managers, it is necessary to consider that business of any kind presumes risk-taking and decision-making in some very wide uncertain scenarios, so that unlimited liability for Directors decisions could correspond to the impossibility of conducting the company business itself. In this context, the Business Judgment Rule, as a construction of US courts, constitutes a standard of conduct to verify the liability of Directors when discharging the duties of a director. The Business Judgment Rule also refers to a concept that would have been adopted by Brazilian law, according to several cases judged by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). Thus, the purpose of this study is to verify what are the duties of Directors and managers of a company in relation to Brazilian Law and the current understandings by Brazilian doctrine in order to understand if the Business Judgment Rule is applicable under Brazilian Corporate Law in Brazilian jurisdiction and how the standard has been applied by CVM. It was concluded that the Business Judgment Rule is applicable under Brazilian Law, notably by Article 158 of the Brazilian Corporate Law, even though the understandings (especially by CVM) around this standard have been carried out in a way that does not consider all its characteristics according to US Model Business Act.

*Keywords:* Liability of Directors. Duty of Care. Corporation. Business Judgment Rule. CVM.

## SUMÁRIO

Introdução .....	8
Capítulo 1 – Responsabilidade de Administradores de Sociedades Anônimas .....	11
1.1 Assembleia Geral .....	13
1.2 Conselho de Administração .....	13
1.3 Diretoria .....	14
1.4 Conselho Fiscal .....	15
1.5 Relação Jurídica entre Administradores e a Sociedade Anônima .....	16
1.5.1 Teoria Contratualista .....	16
1.5.2 Teoria Institucionalista .....	18
1.5.3 Teoria da Relação Fiduciária .....	18
1.5.4 Teoria Organicista .....	19
1.6 Deveres dos Administradores das Sociedades Anônimas .....	20
1.6.1 Dever de Diligência .....	21
1.6.1.1 Dever de Diligência e Direito Comparado .....	26
1.6.2 Dever de Finalidade e desvio de poder .....	31
1.6.3 Dever de Lealdade .....	34
1.6.4 Conflito de Interesses .....	37
1.6.5 Dever de Informar .....	38
Capítulo 2 – Business Judgment Rule .....	39
2.1 Business Judgment Rule como padrão de conduta .....	44
2.2 Fundamentos .....	46
Capítulo 3 – Recepção da Business Judgment Rule pela doutrina brasileira .....	48
Capítulo 4 – Entendimentos CVM sobre a Business Judgment Rule .....	54
Conclusão .....	60
Referências Bibliográficas .....	63
Legislação e Jurisprudência Consultadas .....	66

## INTRODUÇÃO

Ganhos e perdas são inerentes à atividade empresarial, cujo propósito de geração de lucros indubitavelmente está envolto dentro da necessidade de assunção de riscos, os quais, em uma economia de mercado, constituem notadamente um fator exponencial para a lucratividade: quanto maior o risco, provavelmente maior a chance de realização de lucros.

Não por outro motivo, a gestão de uma sociedade anônima exige profissionalismo e competência, mediante a construção de uma relação fiduciária entre aqueles que são os detentores do capital (acionistas) e os administradores responsáveis pela gestão. Em outras palavras, presume-se que os administradores designados para tal tarefa estejam preparados para a cotidiana assunção de riscos e produzir os lucros esperados pelos acionistas.

Não obstante, as incursões em riscos pelos administradores podem apresentar o resultado inverso, seja pela frustração de oportunidades empresariais desejadas pela sociedade, seja pela causa de diversos prejuízos ou mesmo ruína econômico financeira. Nessa seara, patente seria a justa responsabilização dos administradores, com o objetivo de recuperar as perdas causadas aos acionistas.

Ocorre que a responsabilização dos administradores por uma decisão tomada no âmbito de risco poderia levar o exacerbado conservadorismo, o que, em si, postularia pela limitação da lucratividade almejada, um contrassenso aos propósitos de uma sociedade anônima.

Com o fito de regular essa situação, tem a legislação brasileira (em consonância com as leis estrangeiras) apurado diversos entendimentos quanto aos limites da responsabilização de administradores, cuja conduta deve então observar deveres impostos por lei. Partindo do dever de diligência, a lei exige também dever de finalidade, o dever de lealdade, a obrigação de atuar no interesse da companhia, e veda o *insider trading*.

Outrossim, preocupa-se a legislação em limitar a possibilidade de

responsabilização pelo aspecto da natureza da decisão tomada (pelo administrador). Ora, se de um lado o profissionalismo é requisito para a gestão de qualquer sociedade anônima, é de se presumir que o administrador designado para tal decisão tenha as competências necessárias para tanto, de modo que os entendimentos de um juiz exterior e estranho à sociedade não poderia ser, como de fato não são, suficientes para suplantar as decisões negociais de competência dos administradores.

Em tal contexto de decisões negociais, exsurge a construção jurisprudencial norte-americana da *business judgment rule*, norma estabelecida para proteger os administradores de responsabilização pessoal. A sua aplicação parte da presunção de que os administradores, ao tomar uma decisão negocial de qualquer natureza, a tomaram de acordo com sua competência, fundamentados em informações relevantes, no interesse da companhia e de boa-fé. Em outras palavras, estão protegidos pela *business judgment rule* os administradores que observam determinadas exigências de conduta para produzir uma decisão final racional a qual, sujeita a fortuitos inerentes aos riscos empresariais, poderia ensejar lucros ou prejuízos à sociedade administrada.

Tal *standard* de conduta, assim, refere-se a uma norma que visa equilibrar os lados da balança para assunção de riscos.

De fato, a “regra da decisão negocial” tem grande aplicabilidade, tanto que tem sido fundamento de diversos julgamentos emanados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM nos processos que foi instada a se manifestar. Reconhecida sua importância, interessante é a análise da dinâmica entre a *business judgment rule*, tal como originalmente concebida, e a legislação brasileira.

Dessa forma, propõe-se por meio deste trabalho apresentar os entendimentos sobre o regime de responsabilização de administradores previstos pela lei, compreender o conceito da *business judgment rule* como um todo e sua possível recepção pela Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (aqui também referida como a Lei das Sociedades Anônimas) e os entendimentos dos órgãos judiciais e administrativos no Brasil.

Para tanto, realizou-se análise legal e de doutrina a respeito, assim como revisão de precedentes de processos administrativos instalados perante a CVM.

O primeiro capítulo apresenta as exigências legais aplicáveis e os entendimentos doutrinários a respeito dos deveres dos administradores, com vistas a clarificar todos os aspectos sobre a previsão legal e seus desdobramentos, comparando-a com a legislação estrangeira.

Já o Capítulo 2 traz o conceito da *business judgment rule* tal como prevista pela jurisprudência americana, consubstanciada no §8.30 do *Model Business Corporation*, seus requisitos e aplicabilidade.

O Capítulo 3 visa apresentar os entendimentos da doutrina a respeito da recepção da *business judgment rule* pela legislação nacional, concatenando o *standard* com a lei societária. Por fim, o Capítulo 4 visa apresentar os entendimentos da CVM a respeito do *business judgment rule*, cotejando julgados emanados pelo Colegiado com fundamento em tal norma.

## **CAPÍTULO 1 - A RESPONSABILIDADE DE ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS**

O dever de diligência dos administradores, conforme previsto pelos artigos 153 e seguintes da Lei nº 6.404/76, é o marco inicial para a análise e estudo da relação jurídica existente entre os administradores e a sociedade em si. De maneira objetiva, parece consenso que a fundamental obrigação dos administradores refere-se à atuação de maneira diligente quanto aos interesses da sociedade, visando atingir seus interesses, muito embora não haja expressa previsão legal de quais são as condutas e decisões que devem ser realizadas nesse sentido.

Os motivos para a ausência de determinação legal sobre quais são os atos obrigatórios aos administradores no sentido de diligenciar o atendimento aos interesses societários está diretamente correlacionada à discricionariedade: os administradores devem enfrentar um amplo espectro de possibilidades e consequências para sua atuação; destarte, há notório caráter fiduciário da função de administrar.

Assim, tem-se que a Lei das Sociedades Anônimas tem grande preocupação com o papel dos administradores na condução dos negócios sociais, o que se dá em razão de regras de responsabilização sob a égide de deveres fiduciários que lhes são aplicáveis, os quais tem sido compreendidos pelas entidades reguladoras como deveres de caráter fundamentalmente procedimentais<sup>1</sup>, pois é diante de condutas de administradores que serão apurados os seus deveres fiduciários, não havendo como tais condutas serem integralmente previstas nos termos da lei. Conforme ensina Adamek:

O legislador pátrio, palmilhando a mesma rota trilhada pela mais modernas leis societárias, em vez de procurar inutilmente restringir a atuação e o poder decisório dos administradores, por meio de preceitos rígidos e específicos para cada um dos múltiplos acontecimentos da vida negocial – no que certamente teria fracassado e contribuído para gerar maiores ineficiências por meio de um sistema inflexível –, corretamente optou, de um lado, por preservar a liberdade de atuação dos administradores, conferindo-lhes atribuições e poderes privativos e (consequentemente) indelegáveis (LSA, Art. 138, §1º, 139 e 144) e, de outro lado, resolveu pautar o comportamento dos administradores por padrões de conduta gerais e

---

<sup>1</sup> Vide voto do Diretor Relator Pablo Renteria no Processo Administrativo Sancionador CVM 2012/11199, j. em 22.03.2016.

abstratos, verdadeiras cláusulas-gerais a serem contrastadas com sua atuação específica em cada caso concreto (LSA, Art. 153 a 157), em clara aproximação à técnica legislativa do *commom law*.<sup>2</sup>

Com o fito de compreender essa dinâmica, primeiramente se esclarece que todas as manifestações dadas no âmbito de uma sociedade anônima são realizadas por meios órgãos que compreendem sua estrutura de governança corporativa.

Todas as organizações empresariais possuem – como resultado de um processo de reflexão estruturado ou não – sua estrutura de poder e seu modo de direcionamento. Elas podem ser mais autocráticas, centralizadas e dependentes de pessoas específicas, ou mais democráticas, descentralizadas e institucionalizadas. Podem ter regras e processos mais formalizados, ou serem mais informais. Algumas podem ser mais orientadas a atitudes éticas e ao cumprimento de regras, enquanto outras desenvolvem uma cultura na qual os resultados financeiros se sobrepõem aos meios – mesmo que ilícitos e antiéticos – para obtê-los.<sup>3</sup>

A constituição de órgãos administrativos nas sociedades anônimas pode ser entendida como uma organização de elementos integrados, os quais, em conjunto, formam sua personalidade jurídica<sup>4</sup>. Isto é, por meio dos órgãos sociais, um grupo de pessoas é investido de poderes específicos e está incumbido de manifestar a vontade da sociedade e assim dar consecução às atividades empresariais; os órgãos sociais são os elementos fundamentais para a que a sociedade exerça seus direitos e contraia obrigações enquanto pessoa jurídica.

Conforme ensina Adamek:

O funcionamento eficiente e concatenado de qualquer ente coletivo tem como pressuposto fundamental e inafastável a distribuição, específica e ordenada, de diferentes funções, deveres, responsabilidades, direitos e prerrogativas, entre várias células ou núcleos, dotados, assim de responsabilidades, direitos e prerrogativas tanto para a formação da vontade coletiva como para a sua ulterior exteriorização e execução, bem como para a fiscalização de seu cumprimento. Na sociedade política, esse fenômeno encontra-se há muito sedimentado [...] Todavia, esse fenômeno de enucleação e segregação de feixes de poderes não é substancialmente diverso do ocorrente no âmbito de outras espécies de entes coletivos como as comunhões e as pessoas jurídicas em geral (fundações, sociedades e associações) [...]<sup>5</sup>

No âmbito do direito pátrio, foram atribuídas a cada órgão integrante da sociedade funções específicas, sendo que a função deliberativa ou de verificação da vontade social é de competência da assembleia geral; a atividade de administrar ou

---

<sup>2</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva. 2009, p. 08

<sup>3</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015. p. 03.

<sup>4</sup> BULGARELLI, Waldírio. *Manual das Sociedades Anônimas*. 1997, p. 178.

<sup>5</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p. 11.

executar a vontade social, do conselho de administração, caso existente, e da diretoria; e, por fim, a função fiscalizatória dos negócios sociais, do conselho fiscal<sup>6</sup>. Tais células, ou centros de atribuição de poderes, são designados comumente pela doutrina ou pela legislação como órgãos sociais<sup>7</sup>.

## **1.1 ASSEMBLEIA GERAL**

Nos termos do Art. 121 da Lei nº 6.404/76, a competência da Assembleia Geral é dada pelos poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da sociedade e para tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. Trata-se, assim, do órgão máximo da sociedade, possuindo caráter deliberativo exclusivo, privativamente quanto às matérias elencadas pelo Art. 122 da Lei das Sociedades Anônimas.

A Assembleia é tida como um conclave realizado entre acionistas, e como tal, está sujeita a regras de convocação e instalação disciplinadas por lei, sendo que não lhe cumpre outra incumbência que não a definição de diretrizes que envolvem os interesses sociais, não estando vinculada à administração dos negócios especificamente. Desta forma, por não serem os acionistas responsáveis pela administração social, não há que se falar de sua vinculação aos deveres decorrentes de lei para administração da sociedade.

## **1.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO**

Conforme Art. 138, §1º da Lei nº 6.404/76, o Conselho de Administração é órgão social de função deliberativa e fiscalizatória, podendo exercer suas funções de maneira cumulativa ou não com a Diretoria da sociedade. As sociedades podem adotar optativamente pelo modelo de estrutura dupla, em que seus órgãos de administração corresponderão ao Conselho de Administração e Diretoria, ou somente pela Diretoria, com exceção das companhias abertas, das de capital autorizado e das de economia mista, as quais devem adotar um Conselho de Administração e uma

---

<sup>6</sup> PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p.05

<sup>7</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p.11

Diretoria de forma mandatária.

Na hipótese de existência do Conselho de Administração, a este corresponderá a função de órgão deliberativo colegiado, sendo que seus poderes, outorgados por lei, são indelegáveis a qualquer outro órgão social, ainda que criado por estatuto ou mesmo pela lei, ficando a cargo dos diretores, de maneira privativa, a representação da companhia<sup>8</sup>.

Não é descabido afirmar que a decorrência legal das atribuições dos conselheiros importa em maximizar os investimentos realizados pelos sócios, de forma a garantir a perenidade da empresa e a continuidade de suas operações. O Conselho de Administração, sendo um órgão de caráter deliberativo e fiscalizatório, deve orientar a condução geral dos negócios<sup>9</sup>, nos termos do Art. 142 da Lei das Sociedades Anônimas.

Nos termos do Art. 140 da Lei das Sociedades Anônimas, o Conselho de Administração será composto por no mínimo três membros, devendo o estatuto social estabelecer o número máximo de membros e suas regras de funcionamento, incluindo a possibilidade de um regimento interno que organize o seu funcionamento.

A eleição de membros ao Conselho é feita pela Assembleia Geral (Art. 146 da Lei das Sociedades Anônimas), a qual, entre pessoas naturais, elegerá, por votação majoritária ou proporcional, observadas as vedações impostas pelo Art. 147 da Lei nº 6.404/76, os seus integrantes, os quais poderão ser destituídos a qualquer tempo, ou ao termo de seus respectivos mandatos.

### **1.3. DIRETORIA**

A diretoria é o órgão executivo da Companhia, responsável pela implementação das decisões deliberadas e aprovadas pelo Conselho de Administração e pela Assembleia Geral. De outra frente, serão os diretores os responsáveis pela representação legal da sociedade (Art.138, §1º da Lei das Sociedades Anônimas).

---

<sup>8</sup> BULGARELLI, *ob. cit.*, p. 178.

<sup>9</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 9.

Isto é, a diretoria é o órgão responsável pela condução do negócio social, em âmbito interno, e pela manifestação de sua vontade, em aspecto externo<sup>10</sup>. Em outras palavras, conforme ensina Modesto Carvalhosa, a diretoria exprime seu poder por atos de gestão e representação, exercidos e praticados individualmente por seus diretores<sup>11</sup>.

A Diretoria será composta por no mínimo dois diretores, estabelecendo o estatuto sobre o número total que comporão o órgão. Disporá o estatuto também sobre os poderes atribuídos à Diretoria e o prazo de gestão, consoante Art. 143 da Lei das Sociedades Anônimas. Poderá integrar a Diretoria até um terço dos membros do Conselho de Administração, que cumularão os cargos.

Cumprir dizer que os poderes atribuídos aos Diretores são indelegáveis, não obstante, na forma do Art. 144 da Lei das Sociedades Anônimas, poderão ser outorgados poderes a mandatários, desde que o mandato especifique os poderes que poderão ser praticados e tenha prazo determinado, exceto na hipótese de mandato judicial<sup>12</sup>.

#### **1.4. CONSELHO FISCAL**

Nos termos do Art. 163 da Lei nº 6.404/64, o Conselho Fiscal tem atribuições referentes ao acompanhamento e fiscalização das contas, legalidade e atos de gestão dos administradores. Cabe esclarecer que a competência do Conselho Fiscal não se confunde com as competências fiscalizatórias do Conselho de Administração: no caso, ao Conselho Fiscal não cumpre imiscuir-se no mérito de decisões tomadas pelos administradores, porque não lhes incumbe a atividade de substituí-los na gestão da empresa<sup>13</sup>.

O Conselho Fiscal poderá ter funcionamento permanente ou não, sendo instalado em qualquer Assembleia Geral, conforme venha a ser requerido pelos

---

<sup>10</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p.15.

<sup>11</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 3ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 157.

<sup>12</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 16.

<sup>13</sup> COELHO, Fabio Ulhôa. *Curso de direito comercial*. 5ª Ed. São Paulo Saraiva, 2002, p. 235.

acionistas que representem até 10% (dez por cento) das ações votantes, ou 25% (vinte e cinco por cento) das ações sem direito a voto, conforme Art. 162, § 2º da Lei das Sociedades Anônimas.

De todo modo, o Conselho Fiscal terá caráter de prestar auxílio à Assembleia Geral, com vistas a esclarecer aos acionistas as informações que lhes são essenciais para as deliberações que sejam tomadas em conclave de acionistas. Será composto por no mínimo três membros, até o máximo de cinco, devendo ser pessoas naturais que detenham experiência como administrador de empresas ou conselheiro fiscal, ou que possuam curso de nível universitário (Arts. 161 e 162 da Lei das Sociedades Anônimas).

## **1.5. A RELAÇÃO JURÍDICA ENTRE OS ADMINISTRADORES E A SOCIEDADE ANÔNIMA**

Ao longo dos tempos, a relação jurídica havida entre administradores e a sociedade sofreu alterações de entendimentos, sendo compreendida pelas legislações de maneira diferente ao longo do tempo. Nesse diapasão, algumas correntes foram majoritárias, e, entre elas, as vinculadas à teoria contratualista, teoria institucionalista e a teoria organicista.

### **1.5.1. TEORIA CONTRATUALISTA**

A teoria contratualista, de origem na Europa Continental, entendia que o vínculo entre administradores e as sociedades administradas era baseado em natureza contratual de mandato. Isto é, o administrador era considerado um mandatário dos acionistas, dotados de poderes para gerir e representar a sociedade<sup>14</sup>.

A teoria contratualista foi objeto de grande aceitação, em grande parte em razão da redação de diversas legislações societárias, que caracterizavam os administradores como “mandatários da sociedade”, tais como nos Art. 31 e 32 do Code de Commerce Francês de 1807, no Art. 121 do Código Comercial Italiano de

---

<sup>14</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 21.

1882, no Art. 542 do Código Comercial de Portugal de 1883 e no Art. 295 do Código Comercial Brasileiro de 1850<sup>15</sup>.

Não obstante a teoria contratualista aparentemente demonstre certa lógica em seus fundamentos, considerando que os administradores necessariamente serão nomeados pelos acionistas e atuarão dentro de um escopo para o qual foram designados, fato é que a aparente adequação para explicar a natureza da relação jurídica entre a sociedade e os administradores não vai além disso. De outra banda, denotam-se alguns defeitos de tal teoria que a afastam como a metodologia mais adequada para explicar tal relação.

Com efeito, como a administração constitui 'elemento essencial na existência da própria sociedade', não se pode vislumbrar a existência de mandato entre a companhia e seus administradores, uma vez que esse contrato exige, necessariamente, dois sujeitos: mandante e mandatário, conforme salienta Valverde: 'Temos, pois que, se a ideia de administração envolve, necessariamente, a existência de um patrimônio, ou, pelo menos, de certos bens, em regra pertencentes a terceiro, já que a administração dos próprios bens é uma consequência normal da capacidade reconhecida às pessoas, ela, todavia, não compreende, necessariamente, a ideia ou a existência de mandato ou de representação, quer legal, quer voluntária. Em ambas as figuras, há sempre dois sujeitos: o mandante e o mandatário, o representante e o representado. É o que, tecnicamente, não se verifica na organização das pessoas jurídicas. Estas nascem com os órgãos indispensáveis à sua vida de relação. São partes integrantes delas. O funcionamento desses órgãos é que depende de pessoas naturais. Elas são designadas para fazer funcionar os órgãos de direção e de fiscalização, segundo a finalidade deles, e tanto atuam externa como internamente.'<sup>16</sup>

Ou seja, não há que se falar em instrumento de mandato entre administradores e sociedade, porquanto a sociedade deles não pode prescindir. Cumpre esclarecer que há poderes os quais, decorrentes da lei, não podem ser exercidos mesmo pelos acionistas, por serem próprios dos administradores; nesse caso, estaria constituída a situação em que os mandatários extrapolariam o mandato estipulado pelos outorgantes.

Ainda, em desfavor da teoria contratualista, tem-se que os poderes detidos pelos administradores não seriam somente aqueles conferidos por procuração. Existem diversos poderes que poderão ser delegados por lei, e mais, observados os limites legais e estatutários da sociedade, poderão os administradores conduzir a sociedade de acordo com o que entenderem mais adequado e conveniente para

---

<sup>15</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p. 31.

<sup>16</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989, v.2 p. 285-295 in PARENTE, *ob. cit.*, p. 21-22.

consecução do objetivo social.

### **1.5.2. TEORIA INSTITUCIONALISTA**

Diante das insuficiências da teoria contratualista, a corrente institucionalista aborda a relação jurídica entre administradores e sociedade de maneira unitária. Isto é, não haveria relação jurídica entre eles, sendo a administração uma estrutura interna da sociedade<sup>17</sup>.

O fundamento da teoria institucionalista estaria na própria constituição da sociedade, uma vez que essa é decorrente do ato jurídico a instituiu. A partir de uma comunhão de interesses com vistas a um objetivo empresarial, pessoas organizam a formação de uma entidade de caráter permanente, cujas estruturas – incluído as administrativas – são embuídas de uma função pré-determinada, indelegável, nos termos da lei societária.

Claramente, no entanto, a teoria institucionalista não mostrou suficiência para seu propósito. Isso porque, diante das possibilidades havidas para constituição das estruturas administrativas, nota-se que estas, diferentemente do ato jurídico que instituiu a sociedade, ao longo do tempo podem ser ajustadas e reestruturadas para melhor atender os interesses sociais. Isto é, a administração evidentemente se mostra como um órgão a serviço da sociedade, na medida em que é inegável a existência de relação entre a própria sociedades e os titulares dos cargos que integram seu corpo administrativo<sup>18</sup>.

### **1.5.3 TEORIA DA RELAÇÃO FIDUCIÁRIA**

A teoria da relação fiduciária remonta ao entendimento majoritariamente norte-americano de que o administrador das sociedades anônimas está responsável pela custódia e administração de bens de terceiros, os quais lhes são transferidos de maneira temporária e fiduciária. Trata-se assim de uma relação fiduciária estabelecida interpartes.

---

<sup>17</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 23.

<sup>18</sup> PARENTE, *ibid.*, p. 23.

#### 1.5.4. TEORIA ORGANICISTA

Consideradas as insuficiências teóricas para esclarecer a relação entre administradores e a sociedade que integram, os sistemas jurídicos e codificações passaram a classificar a administração da sociedade como um órgão interno, ao qual são atribuídos deveres e direitos em relação à própria sociedade, de acordo com o que venha a ser atribuído pelo estatuto ou pela legislação em vigor.

Historicamente, entre as primeiras codificações a aderir à teoria organicista, tem-se a *Aktiengesetz* alemã de 1937 o *Codice Civile Italiano* de 1942, segundo os quais, apesar da pessoa jurídica constituir ente fisicamente abstrato, a administração constitui-se como um órgão fundamental do ente, uma vez que, existe precipuamente para a possibilidade de desenvolvimento das atividades sociais, sendo responsável por exteriorizar a vontade social<sup>19</sup>.

Como fundamento, a teoria organicista originou-se a partir de entendimentos originados do direito público a respeito de órgãos públicos para desenvolver suas concepções. Conforme informa Hely Lopes Meirelles, órgãos públicos são concebidos como “centros de competência instituídos para o desempenho de funções estatais, através de seus agentes, cuja atuação é imputada à pessoa jurídica a que pertencem”<sup>20</sup>.

Dessa forma, enquanto órgãos da sociedade, aqueles não tem qualquer relação jurídica com estas, posto que, o conselho de administração e a diretoria, por exemplo, são partes fundamentais da sociedade, sem os quais sua existência não seria possível. De outra banda, os diretores e conselheiros, ao serem empossados nos cargos respectivo de cada um dos órgãos sociais, passam então a terem uma relação jurídica com a sociedade, manifestada desde suas correspondentes nomeações até todos os direitos e deveres recíprocos referentes a responsabilidades, deveres e destituição.

---

<sup>19</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p. 36.

<sup>20</sup> MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito Administrativo Brasileiro*. 16ª ed. São Paulo: RT, 1991, p. 58, *in* PARENTE, *ob. cit.*, p. 25.

Cumpra ressaltar que a teoria organicista é a verificada no ordenamento jurídico brasileiro, adotada desde a edição do Decreto-lei nº 2627, de 26 de setembro de 1940, embora não sem críticas<sup>21</sup>.

## **1.6. OS DEVERES DOS ADMINISTRADORES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.**

Conforme artigos 153 a 157 da Lei das Sociedades Anônimas, são determinados os principais deveres dos administradores, a quem são atribuídos os deveres de diligência, de cumprimento de finalidade, de lealdade, de evitar conflitos de interesses e o de informar. Sem prejuízo, a diversos deveres destacados ao longo da lei societária, tais como as obrigações de convocação da assembleia geral (Art. 123), elaborar demonstrações financeiras (Art. 176), entre outros que possam inclusive ser aplicáveis em decorrência de estatutos ou de regimentos internos da sociedade.

Isto é, é patente que o administrador de uma sociedade sujeita-se a um complexo de direitos e obrigações, que constitui a situação jurídica decorrente da relação de administração, e, como tal, forma um estatuto jurídico dos administradores<sup>22</sup>.

Nesse sentido, embora a legislação tenha optado por discriminar detalhadamente os deveres aplicáveis a administradores<sup>23</sup>, pode-se afirmar que os deveres trazidos pelos Art. 153 a 157 da Lei nº 6.404/76 compilam-se como uma base comum de conduta a todos os outros. Em outras palavras, pode-se afirmar que, o “elenco dos principais deveres dos administradores das companhias, ou seja, o dever de diligência, o dever de lealdade, o de evitar situações de conflito de interesses e o

---

<sup>21</sup> Nesse sentido, vide o que informa Adamek: “Essa concepção, sem dúvida, tem sido a mais aceita, não obstante também contra ela possam ser suscitadas objeções, ao menos no que concerne à sua formulação clássica. Na atualidade, todavia, os adeptos da moderna teoria orgânica têm por assente que, do caráter orgânico do vínculo estabelecido entre a administração e a sociedade, não se poderia mesmo ir tão longe a ponto de pretender recusar a possibilidade da existência de relações jurídicas entre a pessoa jurídica e os titulares dos órgãos. [...] Essas relações intersubjetivas não dizem respeito propriamente ao vínculo existente entre a administração e a pessoa jurídica (posição da administração como elemento integrante da sociedade), ponto esse analisado até o presente momento, mas se referem a outra realidade conexa, a saber, a relação estabelecida entre a sociedade e o administrador [...]”, *in* ADAMEK, *ob. cit.*, p. 38.

<sup>22</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p. 52.

<sup>23</sup> Existem basicamente dois critérios para classificação de deveres aplicáveis aos administradores, as quais poderão ser resumidas em deveres sintéticos, aos quais as leis fariam limitadas referências ou em deveres analíticos, os quais seriam detalhados pela lei, ainda que em rol exemplificativo.

de informar possuem como característica comum o fato de representarem todos eles padrões de conduta ou standards a serem observados”<sup>24</sup>.

Assim, pode-se concluir que os standards a serem observados representam uma linha diretiva geral para as mais variadas condutas e decisões tomadas pelos administradores, os quais passam a deter uma liberdade pautada em lei para a condução dos negócios sociais. Essa liberdade não está, contudo, livre dos deveres específicos acima mencionados e de deveres implícitos, dedutíveis de tais normas ou mesmo de princípios de direito societário<sup>25</sup>.

De toda forma, as normas aplicáveis nos termos da Lei Societária aplicam-se a todos os ocupantes de cargos do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia.

#### **1.6.1. DEVER DE DILIGÊNCIA**

Permeando toda a legislação societária, como uma matriz da qual derivam todos os outros deveres impostos aos administradores de sociedades anônimas, tem-se o dever de diligência, o qual pode ser compreendido de duas formas:

- a) subjetiva: relacionada ao desígnio de ação individual, realizada com cuidado, atenção e zelo empregados por uma pessoa;
- b) objetiva: relacionada ao resultado prático da ação individual, que deve ser referenciada em um padrão aceitável conforme previamente determinado.

O estudo sobre o dever de diligência deve ser, quanto ao seu aspecto mais relevante, sob a égide objetiva, quando aplicado aos administradores, pois que suas condutas serão analisadas em razão da observância normativa nos termos da legislação vigente. Há, assim, um parâmetro mínimo de conduta, evidenciando-se o caráter utilitário do dever de diligência, o qual constitui, por assim dizer, um princípio que deve ser transposto quando aplicado à gestão de sociedades.

---

<sup>24</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 34,

<sup>25</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p. 120.

Inicialmente, poder-se-ia entender que o dever de diligência, enquanto *standard* de ação, assemelha-se ao *bonus pater familias*, por infligir ao administrador a obrigação de gestão sobre coisa alheia os deveres de trata-las como se fossem próprias. De fato, desde o Decreto Lei nº 2.627 de 1940, a figura do *bonus pater familias* já estava presente na legislação societária<sup>26</sup>.

Contudo, conforme informa Adamek, não foram poucas as críticas endereçadas ao *standard* adotado pela legislação<sup>27</sup>, sendo que este diferencia-se crucialmente do *bônus pater famílias* quanto um princípio de Direito, pois entre eles existe uma distinção essencial: o dever de diligência exige dos administradores obrigações ainda mais abrangentes, por requerer uma atuação competente e profissional<sup>28</sup>.

Assim, em um primeiro momento, tem-se que os dever de diligência exige dos administradores que estes exerçam os deveres inerentes a seus cargos, sendo-lhes obrigatória o exercício com dedicação, atenção, zelo e profissionalismo.

Dito isso, a problemática que se evidencia é a viabilidade e possibilidade de aferir o cumprimento do dever de diligência pelos administradores. De fato, a lei societária não indica quais são os atos típicos de administradores para a condução dos negócios sociais, e não apresenta as exigências para cumprimento do dever de diligência imposto.

Nos termos do Art. 153 da Lei das Sociedades Anônimas<sup>29</sup>, praticamente foi mantida na integralidade a redação prevista pela legislação anterior:

“Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

Como se observa, quando se exige o comportamento de um homem ativo e

---

<sup>26</sup> Nos termos do Art. 116, parágrafo 1º do Decreto Lei nº 2.627 de 1940: “os diretores deverão empregar, no exercício de suas funções, tanto no interesse da empresa, como no do bem público, a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar, na administração de seus próprios negócios”.

<sup>27</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p. 123.

<sup>28</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 41.

<sup>29</sup> Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm). Acesso em 03.06.2018, às 9h00.

probo, o legislador intencionou estabelecer um parâmetro, uma medida de comparação em relação ao administrador, ferramenta fundamental para que seja possível realizar uma análise de mérito de atos concretos. Nesse ponto, cabe a crítica de que, muito embora o desígnio do legislador tenha sido estabelecer um parâmetro de norma de conduta aos administradores, evidencia-se que a lei societária, ao manter o preceito de *bonus pater familias*, acabou por invariavelmente manter equiparadas as atribuições de um administrador com as funções de um mandatário<sup>30</sup>, o que confronta diretamente com os entendimentos doutrinários mais recentes a respeito da relação entre administradores e a sociedade, consolidados pela teoria organicista.

Superado, entretanto, esse anacronismo legal, decorre que o dever de diligência deve ser observado em todas as condutas dos administradores, os quais devem ter permanente dever de se adequar para tanto, de modo que se pode afirmar que seu cumprimento trata-se de um problema intrínseco ao próprio dever de diligência<sup>31</sup>.

Repise-se que a lei societária nacional não traz quais são as capacitações exigidas para o exercício de cargo de diretor ou de conselheiro em uma sociedade anônima. Assim, não se verifica disponível um parâmetro de comparação junto a outros administradores para aferir a devida diligência. A dificuldade se torna maior ao se buscar por julgados ou por decisões manifestadas pelo Poder Judiciário, os quais são escassos em tratar especificamente desse dever, ou pela Comissão de Valores Mobiliários, que em grande parte das vezes apenas discute os deveres dos administradores de maneira tangencial, sem firmar entendimentos definitivos<sup>32</sup>.

Para Fabio Ulhôa Coelho, o dever de diligência deve ser apurado por meio de conhecimento tecnológico a respeito da atividade, o que entende como “cânones da ciência”:

O mais apropriado meio de operacionalização do *standard* do dever de diligência, segundo penso, é o de considera-lo em relação aos cânones da “ciência” da administração de empresas. (...). Diligente, de acordo com esta solução, é o administrador que observa os postulados daquele corpo de conhecimentos tecnológicos, fazendo o que nele se recomenda e não

---

<sup>30</sup> Nesse sentido, tem-se o entendimento de Waldirio Bulgarelli in BULGARELLI *ob. cit.* p. 181.

<sup>31</sup> Conforme destacado por MOJO, Jose Oriol Llebot. *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*. Madrid: Cevitas, 1996 (Estudios de Derecho Mercantil, 25), p. 52, in PARENTE, *ob. cit.*, p. 46.

<sup>32</sup> PARENTE, *ob.cit.*, p. 47.

fazendo o que se desaconselha. Tal forma de operacionalizar a norma do Art. 153 da LSA parece-me extremamente objetiva, de modo a tornar o cumprimento do dever passível de aferição através de perícia. Ou seja, se o administrador adotou providência na condução dos negócios sociais, a indagação jurídica acerca do atendimento ao dever de diligência na hipótese deve ocupar-se em compará-la ao que é assente entre os experts em *administração de empresa*.<sup>33</sup>

Ou seja, o administrador deverá empregar as técnicas aceitas e adequadas para a ciência da administração para a condução dos negócios sociais<sup>34</sup>. Contudo, o eminente doutrinador pondera que tal obrigação de cumprimento do dever de diligência refere-se a técnicas aplicadas como meio, e não como resultado final, já que a “efetiva realização dos fins sociais, sujeitos também à implementação de várias outras condições não inteiramente controláveis pela administração societária”<sup>35</sup>.

Assim é que o dever de diligência poderá ser observado mesmo que o resultado alcançado não seja o que havia sido esperado e planejado, o que permite afirmar que do administrador é exigível a condução dos negócios sociais de maneira diligente, de acordo com o que se espera da regular administração de uma empresa, considerando-se, todavia, o fortuito a que se submete sua atividade.

Demais disso, evidencia-se neste momento, a ampliação do conceito de *bonus pater familias* aplicável a administradores, uma vez, que passam a ser-lhes exigidos, para além da honestidade, boa vontade e diligência, a necessidade de competência profissional e específica<sup>36</sup>, o que, de fato, também é exigido nos termos do Art. 152 da Lei das Sociedades Anônimas.

Ou seja, a simples leitura do Art. 153 da Lei das Sociedades Anônima exige do administrador a diligência ordinária, levando-se em consideração o tipo de atividade empresarial, os recursos disponíveis, os momentos e circunstâncias de tomada decisória e as qualidades dos administradores. A aferição desses itens se dará

---

<sup>33</sup> COELHO, *ob.cit.* p.244.

<sup>34</sup> COELHO, *ibid.*, p. 244.

<sup>35</sup> COELHO, *ibid.*, p. 244.

<sup>36</sup> Nesse sentido, estão os entendimentos dos eminentes doutrinadores Fabio Ulhoa Coelho e Modesto Carvalhosa, para quem, “é necessário que se acrescente [ao dever de diligência] a competência profissional específica, traduzida por escolaridade ou experiência e, se possível, *ambas*” in CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. VI.3. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 266. Nesse mesmo sentido, o entendimento de Fran Martins, para quem é recomendável que se exijam dos administradores de sociedades anônimas qualificações profissionais especializadas, diante da insuficiência de cuidados decorrentes do conceito de *bonus pater familias* in MARTINS, Fran. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Forense, 1984. VI. 2, t. 1, p. 362.

sempre em razão e referência de um caso concreto, sobre o qual será feito o juízo de licitude da conduta<sup>37</sup>.

Conclui-se assim que diante da complexidade do cotidiano empresarial, o legislador optou pela sistematização de um conceito “aberto” de diligência, cujos contornos se deram por meio da análise de casos práticos e da consubstanciação de doutrina e jurisprudência a respeito, as quais explicitaram os cinco desdobramentos do dever de diligência.

#### **a) O dever de se informar**

O dever de diligência exige que o administrador recolha as informações necessárias para a tomada de decisão; não se trata, porém, de obrigação em recolher todas as informações existentes, o que seria impossível, mas de se munir daquelas que sejam as mais relevantes e de razoável acesso<sup>38</sup>.

#### **b) O dever de se qualificar**

Conforme ensina Nelson Eizirik, o administrador “deve ter ou adquirir os conhecimentos mínimos sobre as atividades da companhia e a competência necessária ao desempenho de suas funções, com capacidade técnica para tomar decisões de maneira refletida e responsável<sup>39</sup>.

Não é cabível, portanto, que um administrador proponha-se a exercer suas atividades sem esforçar-se para atender às exigências do cargo que ocupa, de modo que o administrador deve ter e aprimorar suas capacidades profissionais à medida das necessidades técnicas de suas funções<sup>40</sup>.

#### **c) O dever de vigiar**

---

<sup>37</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p. 127.

<sup>38</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 63.

<sup>39</sup> EIZIRIK, Nelson. *Lei das S/A Comentada*. Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 353.

<sup>40</sup> BRIGAGÃO, *ob. cit.*, p. 64.

O administrador deve acompanhar diuturnamente os negócios da sociedade. Conforme ensina Eizirik, o administrador deve providenciar o acompanhamento geral dos negócios sociais, suas políticas e seus procedimentos internos<sup>41</sup>. Trata-se assim de um dever de monitoramento, expressado pela vigilância geral e fiscalização dos negócios e de seus rumos.

#### **d) O dever de investigar**

Complementarmente aos outros deveres, os administradores devem analisar criticamente as informações que lhes são fornecidas e, mais do que isso, apurar se tais informações devem ser complementadas<sup>42</sup>.

Isto é, a atividade de administração exige que os administradores identifiquem a precisão, a completude e a profundidade das informações que lhes são apresentadas<sup>43</sup>, devendo atuar razoavelmente para verificar se é necessário realizar averiguações.

#### **e) O dever de intervir**

Derivado do dever de investigar, não seria aceitável a situação em que o administrador, ao identificar alguma irregularidade na condução do negócio social, mantenha-se impassível e inerte. Esse aspecto do dever de diligência, ao contrário, impõe ao administrador a obrigação de atuar perante os negócios sociais sempre que necessário.

### **1.6.1.1 DEVER DE DILIGÊNCIA E DIREITO COMPARADO**

A evolução do dever de diligência no âmbito do direito brasileiro exprime, feitas as devidas ponderações, o que vem sendo consolidado também em legislação estrangeira, cujos principais entendimentos colacionam-se abaixo.

---

<sup>41</sup> EIZIRIK, *ob. cit.*, p. 356.

<sup>42</sup> Cf. Processo administrativo Sancionador CVM nº 18/08, Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14/12/2010.

<sup>43</sup> BRIGAGÃO, *ob. cit.*, p. 66.

## Direito Português

No âmbito da legislação portuguesa, o dever de diligência é imposto a diretores e gerentes de todos os tipos de sociedades, tal como prevê o Art. 64º do Decreto-lei nº 49.391, de 15.11.1969 (Código das Sociedades Comerciais de Portugal):

1 - Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar:

- a) Deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e
- b) Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.

2 - Os titulares de órgãos sociais com funções de fiscalização devem observar deveres de cuidado, empregando para o efeito elevados padrões de diligência profissional e deveres de lealdade, no interesse da sociedade.<sup>44</sup>

Conforme informa Luís Brito Correia:

A doutrina portuguesa salienta que o legislador, ao utilizar o padrão de diligência do gestor criterioso e ordenado, reproduziu de certa forma, o modelo utilizado pelo direito alemão, que exige do administrado a diligência de um “gestor ordenado e consciencioso (§93 da AktG de 1965) ou de um “homem de negócios ordenado” (§ 43 da GmbHG)<sup>45</sup>.

Como se observa, a indicação do direito português se dá de maneira abrangente, sem especificações a respeito das condutas que são exigidas pelos administradores para atendimento do dever de diligência imposto por lei. Conclui-se, portanto, que se trata de uma obrigação em abstrato, que estabelece, da mesma forma que a legislação brasileira, um modelo padrão esperado dos administradores.

---

<sup>44</sup> Portugal. Código das Sociedades Comerciais. Disponível em [http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=524&tabela=leis&so\\_miolo=](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=524&tabela=leis&so_miolo=), acessado em 03/06/2018, às 9h00.

<sup>45</sup> CORREIA, Luis Brito. *Os administradores da Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina, 1993. p. 597 in PARENTE, *ob. cit.*, p. 55.

## Direito Francês

Conforme o Código Comercial Francês vigente, cujo Art. 225-251 disciplina que “os dirigentes da sociedade anônima são responsáveis, individualmente ou solidariamente, conforme o caso, em relação à sociedade ou perante terceiros, a respeito violações dos imperativos legais ou dos estatutos sociais, bem como por erros cometidos em sua gestão”<sup>46</sup>, os administradores serão responsáveis por violações da lei, de estatuto, ou de atos culposos.

Nessa seara, o direito francês diferencia-se sobre o aspecto subjetivo do que viriam a ser os “atos culposos” que ensejariam a responsabilização de administradores. Isto é, a legislação francesa buscou indicar as situações em que o dever de diligência de administradores não será atendido em razão dos desígnios de conduta, o que não é aferido objetivamente.

Por fim, quanto à legislação francesa, cumpre destacar que entre os vários tipos de administradores, há diferenças importantes quanto à responsabilização civil<sup>47</sup>, a exemplo do que pode recair sobre os membros do *conseil de surveillance* (conselho de administração), que não serão responsáveis por atos de gestão ou pelos resultados, mas sim por erros pessoais cometidos durante seu mandato e/ou por conhecimento de delitos cometidos pela diretoria sem que tenham levado ao conhecimento da Assembleia Geral<sup>48</sup>.

## Direito Espanhol

A Lei das Sociedades por Ações (Ley de 17 de julio de 1951 de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas) espanhola foi o marco legal que representou a mudança de entendimentos quanto a concepção tradicional do administrador enquanto mandatário, passando a caracterizá-lo como parte integrante de um órgão social. Abandonou, em consequência, a concepção do *bonus pater familias* e passou

---

<sup>46</sup> Em tradução livre do texto legal: “*Les dirigeants de la société anonyme sont responsables, individuellement ou solidairement, selon les cas, envers la société ou envers les tiers, soit des violations des dispositions impératives de la loi ou des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion*”.

<sup>47</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p. 61

<sup>48</sup> Cf. Art. L. 225-257, 1ª al, do Code de Commerce Francês. Disponível em <<https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379>>. Acesso em 03/06/2018

a exigir a diligência de um “ordenado comerciante y de um representante leal”, entendendo que não basta apenas a prudência e zelo, mas também profissionalismo e fidelidade quanto à defesa dos negócios sociais.

## **Direito Alemão**

Conforme ensina Adamek, sob a legislação alemã, em relação à sociedade, prevê que:

As administradores são responsáveis para com a companhia: (i) pela violação de seus deveres de diligência, caso em que lhes cabe o ônus de provar que agiram com o padrão de administrador diligente e consciencioso (AktG §93 (2)); ou (ii) pela prática irregular de atos especificados em lei (AktG §93(3)), como: (a) a restituição ilegal do valor com que os acionistas contribuíram para a formação do capital social (AktG §57(1)), ou o pagamento indevido de juros ou lucros (AktG § 57(2)); (b) a negociação ilegal com as próprias ações ou ações de companhia relacionada; (c) a emissão de certificados de ações, antes de sua completa integralização; (d) a partilha ilegal do patrimônio social; (e) a realização de pagamento após ter-se verificado o sobreendividamento ou a insolvência da companhia; (f) o pagamento irregular de remuneração aos membros do conselho de supervisão; (g) a prorrogação de empréstimos; e (h) a emissão irregular de novas ações. A lei alemã prevê, ainda, que os diretores não serão responsáveis para com a companhia se ficar demonstrado que agiram em conformidade com a deliberação válida em Assembleia Geral (AktG §§ 83(2) e 93(4)); mas a responsabilidade dos diretores não é afastada pelo fato de conselho de supervisão haver concedido autorização para a prática de certa operação<sup>49</sup>.

Assim, conforme se observa, o direito alemão ocupa-se de detalhar especificamente os atos e circunstâncias atinentes à responsabilidade dos administradores. De outro lado, não deixa de especificamente exigir dos administradores a atenção ao dever de diligência (*Sorgfaltspflicht*), o qual impõe aos administradores, na forma do AktG § 93(1), 1ª parte, o dever obrigatório de atuar com a cautela de um administrador diligente e consciencioso na condução da companhia, bem como de zelar pelos interesses desta, abster-se de praticar qualquer ato que possa prejudica-la e respeitar as oportunidades empresariais<sup>50</sup>.

## **Direito Argentino**

A legislação argentina adotou solução semelhante no que se refere ao dever de diligência de administradores e adotou fórmula abstrata de sua aferição quanto aos administradores, nos termos do que disciplina o Art. 59 da Lei nº 19.550 de 1972, a

---

<sup>49</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p. 87-88.

<sup>50</sup> ADAMEK, *ibid.*, p. 86-87.

Lei de Sociedades Comerciais Argentina: “*Los administradores y los representantes de la sociedad deben obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios*”.

Ou seja, a apreciação da conduta e da ação de um diretor não se compara ou se comprova com a capacidade e habilidade deste diretor em concreto (como no direito norte americano), senão com esse “bom homem de negócios”<sup>51</sup>.

Adicionalmente, segundo a doutrina argentina, o dever de diligência encontra seu amparo no profissionalismo e especialização dos administradores, não se tratando mais de entende-lo somente no âmbito do *bonus pater familias*, dado que deste conceito escapam as exigências concretas exigíveis para a direção dos negócios sociais, cuja complexidade é cada vez mais elevada<sup>52</sup>.

Em suma, de acordo com a legislação argentina, à semelhança da legislação brasileira, exige-se do administrador profissionalismo e eficiência, em complemento à figura do *bonus pater familias*, quando da execução dos negócios sociais.

## **Direito Italiano**

A experiência do direito italiano é diferenciada no que toca ao dever de diligência. Especificamente, o legislador italiano preocupou-se com a vedação à concorrência entre sociedades com administrador comum (*divieto di concorrenza*), e também com regulamentar o conflito de interesses, nos termos dos Art. 2390 e 2391 do Codice Civile Italiano.

No entanto, com relação ao dever de diligência, esta é exigida somente em razão do que se espera do cargo ocupado pelo administrador e em função de sua competência específica, de modo que a diligência em si se trata apenas de um padrão

---

<sup>51</sup> Tradução livre de “la apreciación de la conducta y del obrar del director no se compara o comprueba con la capacidad y habilidade de este director en concreto (como em el derecho angloamericano), sino con esse ‘buen hombre de negocios’”, conforme HALPERIN, Isaac; OTAEGUI, Julio C. *Sociedades Anónimas*. 2ª ed. Buenos Aires: Depalma, 1998, p. 548.

<sup>52</sup> CORNET, Roberto Julio; CAPDEVILA, Tomas. *Los deberes de los administradores de las sociedades comerciales*, in VII CONGRESO ARGENTINO DE DERECHO SOCIETARIO Y III CONGRESO IBEROAMERICANO DE DERECHO SOCIETARIO Y DE LA EMPRESA – La Sociedad Comercial ante el tercer milênio, [ca. 2000], [Buenos Aires], Anais [Buenos Aires] [s.n], [ca. 2000], p. 173, in PARENTE, ob. cit., p. 62

de referência<sup>53</sup>.

## Direito Inglês

Remanescem no direito inglês as vetustas influências das primeiras formações de sociedades, as quais trazem o histórico de deveres fiduciários entre aqueles que firmaram um contrato para consecução de alguma atividade. No âmbito do direito inglês é corrente a concepção de que os administradores são *trustees* da sociedade, possuindo índole fiduciária, típica de um mandato em relação à companhia que administram, destacando-se os deveres de lealdade e de boa-fé. Ressalta-se que esses deveres fiduciários devem ser atendidos por qualquer administrador da sociedade, independentemente de sua posição<sup>54</sup>.

Conforme ensina Adamek, no direito inglês os administradores devem obrigarse a cumprir os deveres de diligência em relação àquilo que consideram como sendo os interesses da sociedade, e não o que venha a ser determinado pelas jurisdições, o que acaba por ter alguns desdobramentos importantes, tais como: a. os administradores não podem se submeter a quaisquer acordos que venham a limitar seus poderes, devem evitar o conflito de interesses e a competição desleal com a companhia, além de obrigarem-se ao dever de se informar, de manter sigilo sobre os negócios sociais, entre outros<sup>55</sup>.

## Direito Norte Americano

A sedimentação a respeito do dever de diligência veio a partir do *Model Business Corporation Act* de 1984, cujo item §8.30(a) previa o *standard of care*: “§8.30 (a) – *A director shall discharge his duties as a diretor (...): 1) in good faith; 2) with the care an ordinarily prudent person in a like position would exercise under similar circumstances; and 3) in a manner he reasonably believes to be in the best interests of the corporation*”.<sup>56</sup>

---

<sup>53</sup> ADAMEK, *ob.cit.*, p. 69.

<sup>54</sup> ADAMEK, *ibid.*, p. 102.

<sup>55</sup> ADAMEK, *ibid.*, p. 103.

<sup>56</sup> Model Business Act, §8.30, consultada em 03.06.2018, às 8h25, disponível no site [http://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business\\_law/corplaws/model-bus-corp-laws-w-o-comments-2010.doc?](http://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/model-bus-corp-laws-w-o-comments-2010.doc?)

Ou seja, conforme se verifica acima, o *Model Business Act* consubstanciou o entendimento jurisprudencial a respeito do dever de diligência, consignando como seus requisitos a boa-fé, a necessidade de cuidado e zelo, a prudência no exercício de suas atividades (de acordo com a situação concreta) e a necessidade de ponderação razoável sobre o assunto de acordo com os interesses sociais.

Cumprido observar que, posteriormente, a redação constante *Model Business Act* foi ajustada para excluir a previsão de “ordinarily prudent person”, conforme ensina Flavia Parente:

Com efeito, o administrador de uma sociedade anônima não pode ser equiparado a uma “pessoa comum”, já que a gestão dos negócios sociais envolve, necessariamente, determinados riscos visando à obtenção de lucros para a companhia e seus acionistas. A aferição de lucros, aliás, constitui uma das principais obrigações dos administradores. Ademais, para se atribuir responsabilidade a um determinado administrador, as Cortes norte-americanas examinam seu *background* e *expertise*, as suas atribuições de acordo com as posições e os cargos que ocupam na companhia (por exemplo, supervisionaram-se adequadamente seus subordinados, qual seu grau de independência, se é um diretor financeiro ou comercial ou de *marketing*)<sup>57</sup>.

Em outra reforma, esta realizada em 1999, foi acrescentado ao *Model Business Act*, foi acrescentado o parágrafo 8.31, ao dispor sobre os padrões de responsabilidade dos administradores, trazendo o conceito de *business judgment rule*, a qual será analisada pormenorizadamente abaixo.

### 1.6.2. DEVER DE FINALIDADE E DESVIO DE PODER

Tal como determina o Art. 154 da Lei das Sociedades Anônimas<sup>58</sup>, aos administradores é imposto o dever de realizar seus atos com vistas a consecução dos objetivos da empresa.

Tecnicamente, explica Antônio Menezes Cordeiro, a administração é um direito potestativo: traduz a permissão normativa que os administradores têm de decidir e de agir, em termos materiais, e jurídicos no âmbito dos direitos e deveres da sociedade. Embora se trate de um direito – os administradores são autônomos ou teriam de ir procurar a administração noutra instância – é um direito funcional ou fiduciário.<sup>59</sup>

---

<sup>57</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 66-67.

<sup>58</sup> Nos termos da Lei das Sociedades Anônimas: “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”. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm), acessada em 03.06.2018, às 9h00.

<sup>59</sup> CORDEIRO, Antônio Menezes. *Manual de direito das sociedades*. v.1, n. 291, p. 797 in ADAMEK, *ob. cit.*, p. 143.

Em outras palavras, tem-se que os poderes dos quais os administradores são incumbidos representam em realidade uma função que lhes é imposta, qual seja, a de exercer suas atividades no interesse da sociedade, de modo que o administrador deve sempre perseguir, por meio da execução da atividade empresarial, atender a finalidade estabelecida em estatuto, com vistas à partilha de lucros entre acionistas<sup>60</sup>.

Outrossim, a exigência legal para o dever de finalidade é a de que os administradores contrabalanceiem sua atuação com os desígnios e interesses do bem público e da função social da empresa. Ensina Adamek, entretanto, que essa exigência não se trata de a equalização entre interesses públicos e interesses privados, ou de que o lucro almejado pela sociedade empresarial não possa suplantar o respeito aos desígnios sociais: a exegese da norma apenas permite concluir que o administrador, ao perseguir os interesses empresariais, não deixe de considerar os interesses públicos, sem estar autorizados, entretanto, a conceder prevalência a estes em detrimento daqueles<sup>61</sup>.

Assim sendo, atua com desvio de poder o administrador que não atende aos preceitos dados pela lei societária quanto à observância dos interesses privados e públicos quanto à sociedade que administra, nos termos da lei. Em outras palavras, o desvio de poder ocorre quando os administradores deixarem de observar as prescrições legais e estatutárias, visando atingir finalidades outras.

Vale dizer que é tão importante aos administradores perquirir os interesses sociais que não poderão atuar em detrimento destes para apenas satisfazer interesses de acionistas da sociedade, consoante os termos do parágrafo 1º do Art. 154 da Lei das Sociedades Anônimas.

Ainda, é vedado ao administrador a prática de atos de liberalidade (Art. 154, parágrafo 2º), sejam os configurados por doação de parcela do patrimônio da empresa, por permitir a utilização do patrimônio da empresa ou a realização de serviços por esta sem a devida contraprestação ou justificativa, ou mesmo pela admissão de capitalização da companhia por meio de bens supervalorizados (cujo

---

<sup>60</sup> ADAMEK, *ob.cit.*, p. 143.

<sup>61</sup> ADAMEK, *ibid.*, p. 144.

valor considerado para capitalização seja superior ao real), entre outras hipóteses.

Resta igualmente vedado aos administradores da sociedade, sem autorização prévia da Assembleia ou do Conselho, (a) tomar por empréstimo bens ou recursos da companhia, (b) usar em proveito próprio ou de acordo com seu interesse pessoal, os bens, serviços ou créditos a que fazem jus a sociedade (Art. 154, parágrafo 2º, alínea *b* da Lei das Sociedades Anônimas). Outrossim, é vedada a obtenção de vantagem pessoal, de qualquer modalidade, sendo obrigatória, caso obtida, ser a companhia ressarcida, conforme Art. 154, parágrafo 2º, alínea *b*, e parágrafo 3º, da Lei nº 6.404/64<sup>62</sup>.

Nesse ponto, é pertinente ressaltar o caráter complementar entre o dever de finalidade e o dever de diligência, sendo evidente que os negócios sociais devem ser entabulados diligentemente de acordo com o interesse social, sem olvidar o bem público e a função social da empresa.

Os administradores, ao serem eleitos, recebem dos acionistas o poder de gerir a sociedade, devendo desempenhar o cargo que lhes foi atribuído de maneira diligente. No entanto, o poder conferido aos administradores não é ilimitado; o limite a este poder é determinado, justamente, pelo Art. 154 da Lei das Sociedades Anônimas. Isto é, os administradores devem desempenhar o seu cargo de forma diligente, exercendo as atribuições que lhes foram outorgadas pela lei e pelos estatutos, visando à consecução do objeto social e tendo em vista os interesses sociais e as exigências do bem público e da função social da empresa. Em outras palavras, o artigo 153 da Lei das Sociedades Anônimas impõe aos administradores o dever de desempenharem diligentemente o seu cargo, e o artigo 154 da Lei Societária, ao seu turno, estabelece os critérios que irão nortear a atuação dos administradores.<sup>63</sup>

Nesse diapasão, sendo o dever de se informar um dos aspectos inerentes ao dever de diligência, há uma harmonização quanto ao dever de finalidade, dada a necessidade de conhecimento dos estatutos sociais e da lei.

### **1.6.3 DEVER DE LEALDADE**

O dever de lealdade, ou *duty of loyalty*, tem suas origens no direito norte americano, cuja jurisprudência consolidou seu entendimento como o dever do administrador em “permanecer leal à companhia, agindo a todo tempo no melhor

---

<sup>62</sup> Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm), acessada em 03.06.2018, às 9h00.

<sup>63</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 150.

interesse da companhia e de seus acionistas”<sup>64</sup>. Isto é, ao administrador é vedado valer-se de sua posição na sociedade para obter benefícios ou vantagens, seja para si mesmo ou para terceiros.

Na experiência brasileira, sem definir o que viria a ser o dever de lealdade de maneira concreta, o dever de lealdade manifestado pelo Art. 155 da Lei das Sociedades Anônimas apresenta-se de forma a elencar uma série de condutas que representam justamente a quebra de tal dever, quais sejam:

- a) Inobservância do dever de reserva: do *caput* do Art. 155 da lei societária<sup>65</sup>, depreende-se que o administrador deverá observar cautela em relação à divulgação de dados relativos à sociedade de modo que esta seja preservada quanto à exposição de seus dados internos ou negócios, o que lhe poderia lhe causar prejuízos ou influenciar transações com valores mobiliários que lhes sejam correspondentes.
- b) Inobservância de oportunidades de negócio em favor da companhia: conforme redação dos incisos I, II e III do Art. 155 da Lei das Sociedades Anônimas, é vedado ao administrador de qualquer forma atuar em benefício próprio ou de outrem, obter vantagens para si ou para outrem, e adquirir para revender com lucro bens que sabe necessários para a companhia, tudo em razão do cargo que ocupa na companhia. Isto é, será leal o administrador que, ciente de uma oportunidade de negócio, leve ao conhecimento da companhia para que sejam feitas as análises necessárias para uma decisão correta e bem informada. Bastará, de outro lado, o administrador atuar de forma diversa, em preterição dos interesses sociais para que haja caracterização de violação do dever de lealdade, ainda que não obtida a vantagem almejada<sup>66</sup>.

Conforme informa Flavia Parente, é a evidência da *corporate doctrine*, proficuamente estudada no âmbito do direito norte americano, que veda ao

---

<sup>64</sup> SCHNEEMAN, Angela. *The law of Corporations, Partnerships and Sole Partinershps*. New York: Albany, 1993, p. 188 in LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas - Comentários à Lei*. Vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 478.

<sup>65</sup> Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm), acessada em 03.06.2018, às 9h00

<sup>66</sup> LUCENA, *ob. cit.*, p.483.

administradores o proveito sobre oportunidades de negócios que, por direito, pertencem à sociedade<sup>67</sup>.

- c) *Insider Trading*: também originada no direito norte-americano, a figura do *insider trading* passou a ser alvo de sanções após a quebra dos mercados em razão de fraudes perpetradas pelos agentes econômicos, os quais, em decorrência de exercício de funções em sociedades e/ou no mercado, e de posse de informações privilegiadas, manipulavam mercados com vistas a aferir benefícios para si próprios ou vantagens injustificadas, antes que os demais agentes de mercado também detivessem acesso a tais informações.

Assim, será descumprimento de dever de lealdade o administrador que se valer de informação obtida em razão do cargo que ocupa para obter, para si ou para outrem, vantagem indevida mediante a compra ou venda de valores mobiliários (Art. 155, §1º e §4º da Lei nº 6.404/64).

Não obstante, a redação do Art. 155, §1º da Lei de Sociedades Anônimas foi por muito tempo alvo de críticas da doutrina, até que, por meio da edição da Lei nº 10.303/2001, foi introduzido o parágrafo 4º do Art. 155, que estendeu à vedação do *insider trading* a todos aqueles que detem acesso a informações privilegiadas da companhia.

A doutrina, ao examinar o artigo 155, §1º, da Lei das Sociedades Anônimas, interpretava que também ao acionista controlador estaria vedada a utilização de informações não divulgadas. Dessa forma, ainda que não houvesse menção expressa nesse sentido no artigo 117 da Lei das Sociedades Anônimas, considerava-se abuso de poder de controle a prática de *insider trading* pelos acionistas controladores da companhia. Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM editou, em 08 de fevereiro de 1984, a Instrução nº 312, posteriormente revogada pela Instrução nº 358, de 03 de janeiro de 2002, mediante a qual estabeleceu que seria considerados “*insiders*” não apenas os administradores e acionistas controladores (artigo 10 da Instrução nº 31/84), como também “*quem quer que, em virtude do cargo, função ou posição, tivesse conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado*” (artigo 11 da Instrução CVM nº 312/84) em ainda, “*quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado*” (parágrafo único do artigo 11 da Instrução CVM nº 312/84). Ademais, a Instrução determinou, em seu artigo 12, que os administradores zelassem para que subordinados e terceiros da sua confiança guardassem sigilo sobre as informações privilegiadas e não se utilizassem de tais informações para obterem vantagens indevidas.<sup>68</sup>

---

<sup>67</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 151 e 152.

<sup>68</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 161.

Cumprido ressaltar que a utilização de informações privilegiadas também é considerada crime contra o Mercado de Capitais, passível de reclusão de 1 (um) a 5 (cinco) anos, além de multa de até 3 (três) vezes o valor da vantagem ilícita obtida (Art. 27-D da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976<sup>69</sup>)

- d) Vazamento de informações relevantes: ensina Jose Waldecy Lucena que o “administrador deve zelar para que as informações confidenciais da companhia, às quais tem acesso subordinados ou pessoas de confiança, continuem por estas mantidas em sigilo, evitando-se seu vazamento (o *leakage* do direito norte-americano).”<sup>70</sup> E continua, “não somente [estes subordinados ou pessoas de confiança] respondem civilmente como *insiders*, mas também o administrador omissor, o qual responderá administrativamente perante a CVM”<sup>71</sup>.

#### 1.6.4. CONFLITO DE INTERESSES

Decorrente do dever de lealdade, o Art. 156 da Lei das Sociedades Anônimas<sup>72</sup> veda o administrador em intervir em qualquer transação ou operação social em que seus próprios interesses sejam conflitantes com os interesses da sociedade. Conforme ensina Fabio Ulhoa Coelho, “as razões da norma proibitiva são evidentes, uma vez que o administrador não estará em condições de cuidar do assunto com a diligência necessária ao atendimento do interesse social. Ao contrário, a tendência humana e natural será a de privilegiar os seus próprios interesses em detrimento dos da companhia”<sup>73</sup>.

Ou seja, em decorrência de seus próprios interesses, presume-se que o administrador não tenha a imparcialidade necessária para conduzir as atividades da sociedade sem que com isso esteja atuando em detrimento dos interesses desta. Trata-se, então, de uma situação em que podem ser gerados diversos prejuízos à

---

<sup>69</sup> Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm). Acesso em 03.06.2018, às 9h00.

<sup>70</sup> LUCENA, *ob. cit.*, p. 496.

<sup>71</sup> LUCENA, *ibid.*, p. 496.

<sup>72</sup> Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm). Acesso em 03.06.2018, às 9h00.

<sup>73</sup> COELHO, *ob. cit.*, p. 246.

sociedade, por uma quebra na relação fiduciária mantida pelo administrador.

Contudo, cumpre informar que o conflito de interesses não se trata de uma presunção absoluta. Nos termos do Art. 156, §1º da Lei nº 6.404/76, preenchidos alguns requisitos, é possível haver a contratação entre administradores e a companhia. Analisada a situação concreta, nada obstará a aprovação de negócios entre administradores e companhia pelas instâncias corporativas correspondentes caso sejam evidenciadas condições equitativas para sua realização, sendo indiferente à sociedade a contratação junto a seus administradores ou um terceiro atuante em mercado. Ainda sobre a evidencia de condições equitativas, ensina Flavia Parente que “requer-se, ainda, do administrador a ampla divulgação aos demais administradores não interessados, de seu interesse na celebração da operação (*disclosure*) e, também, a demonstração de que não haverá prejuízo para a sociedades, sendo o negócio absolutamente justo e equitativo para as partes”<sup>74</sup>.

Em suma, a contratação pela Companhia, em observância ao dever de lealdade, deverá ser realizada da forma mais transparente possível, de maneira isenta, e em observância de seu melhor interesse, sendo necessário que, na hipótese de contratação entre administradores e a sociedade, os órgãos sociais estejam plenamente cientes das condições negociais de forma a tomar uma decisão consciente sobre o negócio, sob pena de o administrador ser obrigado à devolver à companhia as vantagens que ele ou terceiros do negócio tiverem auferidos (Art. 156, parágrafo 2º da Lei das Sociedades Anônimas).

Vale dizer que a doutrina americana normalmente considera que há razoabilidade e equanimidade em decisões tomadas pela administração ao aplicar um *fairness test*, o qual é compreendido pela comparação entre a operação proposta com operações similares realizadas em mercado competitivo.

#### **1.6.5. DEVER DE INFORMAR**

Aplicável aos administradores de companhia aberta, o legislador buscou por

---

<sup>74</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 185.

meio do Art. 157 da Lei das Sociedades Anônimas<sup>75</sup> disciplinar detalhadamente a prestação de informações relativas a sociedades cujos valores mobiliários estão sujeitos à negociação em mercado de capitais<sup>76</sup>. De maneira concreta, o dever de informar pode ser estudado sob dois prismas:

- a) Informações que devem ser prestadas aos acionistas, as quais correspondem ao dever de declaração no termo de posse (Art. 157, *caput*) e ao dever de revelação à assembleia geral (Art. 157, parágrafos 1º e 2º);
- b) Informações que devem ser prestadas e divulgadas aos investidores atuantes no mercado de capitais em geral (Art. 157, § 4º).

Em outras palavras, conforme informa Adamek:

A obrigação do administrador é dar a mais ampla divulgação ao público (*disclosure*), salvo se isso puder colocar em risco legítimo interesse da companhia, hipótese em que deve abster-se de divulgá-la aos acionistas ou ao mercado, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores ou acionistas, ou por conta própria, decidir sobre a prestação de informações (e, se for o caso, responsabilizar o administrador). O que não pode o administrador é utilizar-se da informação sigilosa em benefício próprio ou de terceiros: deve divulgar amplamente o fato relevante (se disso não puder resultar prejuízo a legítimo interesse da companhia) ou se abster de utilizá-lo em proveito próprios (*disclose or refrain from trading*). Mais do que o dever de diligência, é o dever de lealdade que informa esse delicado balanceamento de valores. Osmar Brina Correia adverte, com lucidez, que seria errôneo imaginar que o administrador tem sempre o “dever de guardar sigilo, ou que tem o dever de informar. O seu único dever é o de lealdade. Às vezes, só será leal se guardar sigilo. Outras vezes, a lealdade lhe imporá informar amplamente.”<sup>77</sup>

---

<sup>75</sup> Disponível [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm). Acesso em 03.06.2018, às 9h00.

<sup>76</sup> Conforme exposição de motivos da Lei nº 6.385/76, “toda companhia que faz apelo – por mínimo que seja – à poupança pública, cria, ao ingressar no mercado de capitais, relações que não existem na companhia fechada e que exigem disciplina própria para a proteção da economia popular e no interesse do funcionamento regular e do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários”.

<sup>77</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p. 177-178.

## CAPÍTULO 2 - BUSINESS JUDGMENT RULE

Como visto, em apertada síntese, o dever de diligência requer dos administradores o exercício de suas atribuições com a mesma diligência que todo homem probo e cuidadoso diligenciaria nas mesmas circunstâncias, devendo agir profissionalmente nos interesses da Companhia. A partir deste conceito, inicia-se agora a análise da *business judgment rule*, a qual se refere como uma determinação para que “as cortes [de justiça] devem se abster de rever decisões da administração a não ser que tais decisões sejam maculadas de fraude, ilegalidade ou em conflito de interesses”<sup>78</sup>.

Tal como previsto nos parágrafos §8.30 e §8.31 do *Model Business Act* norte-americano, a *business judgment rule* está inserida na seção sobre “*standard* de conduta para membros do conselho de administração (*directors*)”<sup>79</sup>, cuja premissa é a de que, quando no exercício de suas atribuições enquanto administradores, aja (1) de boa-fé, (2) de modo a racionalmente acreditar ser os melhores interesses da sociedade, (3) com o cuidado de que qualquer pessoa em posição equivalente razoavelmente acreditasse ser necessário.

Logo de início verifica-se certa similitude entre tal conceito e o dever de diligência: ambos se colocam como disposições em abstrato, que devem ser averiguadas conforme situações caso a caso do cotidiano empresarial. Em segundo lugar, observa-se que pela regra da *business judgment rule*, a análise sobre o cumprimento dever de diligência, e, por assim dizer, dos demais deveres dos administradores previstos em lei, deve ser realizada somente após evidenciado que a própria *business judgment rule* deixou de ser estritamente observada pelos administradores.

As cortes normalmente referem-se à *business judgment rule* como uma “presunção” de que diretores e conselheiros de uma companhia agiram de forma informada, de boa-fé, e como a honesta assunção de atuaram no melhor interesse da companhia: essas colocações são, todavia, pouco precisas. A *business judgment rule* não é uma presunção nesse sentido estrito do termo. De forma diversa, ela é mais a natureza de uma assunção, isto é, objetivamente, as cortes assumirem que não devem rever as decisões de um administrador se ausentes a

---

<sup>78</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation Law and Economics*. New York: Foundation Press, 2002, p. 269.

<sup>79</sup> Model Business Act, §8.30, consultada em 03.06.2018, às 9h00, disponível no site [http://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business\\_law/corplaws/model-bus-corp-laws-w-o-comments-2010.doc?](http://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/model-bus-corp-laws-w-o-comments-2010.doc?)

fraude, ilegalidade, ou conflito de interesses. De qualquer forma, as disputas sobre a correta conceituação do termo acaba sem sentido, pois que, no limite, mesmo claros erros de julgamento raramente resultam em responsabilização pessoal da parte de administradores.<sup>80</sup>

Em outras palavras, se evidente parece o entendimento de que administradores deveriam ser responsabilizados por atos danosos aos diversos interesses e patrimônio da Companhia que administram, não se pode deixar de considerar que as várias decisões tomadas no cotidiano empresarial podem estar eivadas de erros estratégicos ou de entendimentos, os quais, embora sem culpa ou dolo, sujeitam-se aos fortuitos da realização de negócios.

Há, então uma necessidade de equalização de tais situações, já que a responsabilização indiscriminada por falhas da administração poderá ser perversa na medida de insegurança que traria aos administradores em atuação quanto à sua própria situação frente à companhia.

Assim, pode-se dizer que a *business judgment rule* resulta da ponderação sobre os limites de discricionariedade conferida aos administradores, que não poderão priorizar seus próprios interesses em detrimento dos interesses da companhia. Isto é, aos administradores é conferida uma “carta branca” para a tomada de decisões – as quais inclusive poderão não ser bem-sucedidas –, sem que isso signifique autorizações para atuar com base nos próprios desígnios e interesses pessoais: o limiar entre essas duas situações denota-se como o limite da discricionariedade, o qual vem sendo discutido amplamente por tribunais e entidades regulatórias.

Conforme informa Pedro Brigagão, a primeira notícia a respeito de decisões judiciais referentes ao mérito de decisões empresariais ocorreu na Inglaterra, em 1742, no âmbito do caso *Charitable Corporation vs. Sutton*, em que os conselheiros de uma companhia de caridade deveriam ser responsabilizados por não terem supervisionado adequadamente um depositário da companhia, responsável pela

---

<sup>80</sup> BAINBRIDGE, *ob. cit.*, p. 269-270, em tradução livre do trecho: “Courts often refer to the business judgment rule as “a presumption” that directors or officers of a Corporation acted on a informed basis, in good Faith, and in the honest belief that he action taken was in the best interests of the company. This phraseology is unfortunate, at best. The business judgment rule is not a presumption ‘in the strict evidentiary sense of the term. Instead, it is more in the nature of an assumption; namely courts assume they should not review directors’ decisions absent fraud, illegality, or self-dealing. If any event, these disputes over terminology are largely inconsequential. The bottom line is that even clear mistakes of judgment rarely result in personal liability on the part of corporate directors.”

concessão de empréstimos a pessoas de baixa renda<sup>81</sup>.

Nos Estados Unidos, a regra, como construída a partir de princípios jurisprudenciais, se deu a partir de 1829, no caso *Percy vs. Millaudon*, o qual foi entendido pelas Cortes norte-americanas que um administrador deverá ser responsabilizado por suas decisões caso seja comprovado que, detendo um nível de conhecimento aceitável a respeito da decisão, não atuou com a diligência que era esperada de um homem de bom senso e normalmente atento<sup>82</sup>.

Ou seja, desde tempos pregressos, a *business judgment rule* se deu como uma norma destinada a proteger a discricionariedade dos administradores de companhias, e parta tanto, traz a presunção de que estes agiram de acordo e no âmbito de certas condições.

Atualmente, a *business judgment rule* é prevista pelo §8.31 da *Model Business Act*, que estabelece o padrão de conduta aplicável aos membros do conselho de administração (*directors*), cujos requisitos, caso observados, os isentam de responsabilidade pessoal por atos tomados na gestão da sociedade.

O primeiro deles trata-se do exercício de uma decisão negocial. “A decisão de deixar de agir é tão protegida [pela *business judgment rule*] quanto a decisão efetivamente posta em prática, mas não há qualquer proteção para administradores que não tomam decisão alguma”<sup>83</sup>. Apesar da obviedade decorrente dessa disposição, deve-se ter em mente que as atividades dos administradores referem-se a um amplo aspecto de atividades de supervisão, cujo tempo tomado é significativamente maior do que por processos decisórios negociais efetivos.

A regra da *business judgment rule* exige também que não haja conflito de interesses dos administradores, seja em virtude de interesses próprios direitos ou indiretos na transação, exclusivos ou não<sup>84</sup>. O administrador deverá ser independente,

---

<sup>81</sup> BRIGAGAO, *ob. cit.*, p. 108.

<sup>82</sup> BRIGAGAO, *ibid.*, p. 108.

<sup>83</sup> BANBRIDGE, *ob. cit.*, p. 270.

<sup>84</sup> Conforme Processo Administrativo Sancionador nº 09/2006, tem-se apreciação pela CVM do conceito de conflito de interesse vedado pelo Art. 156 da Lei das Sociedades Anônimas. Conforme voto da relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, caracteriza-se como interesse o desejo “que qualquer pessoa tenha em obter bens e serviços

sendo sua base decisória fundamentada nos méritos e desígnios corporativos, livre de influências estranhas aos objetivos sociais; em uma decisão colegiada, deverá ser assegurado que ao menos que a maioria dos administradores atendiam ao requisito de independência ao participarem da decisão<sup>85</sup>.

Em terceiro lugar, não serão admitidas à sua proteção as condutas tomadas em inobservância dos ditames legais. Nesse ponto, deve-se compreender que em muitos casos pode haver o descumprimento de lei, embora os administradores estivessem certos de cumprimento dos deveres legais, sendo que, nessa hipótese, há que se verificar todos os demais requisitos para caracterização de violação da *business judgment rule*.

Em outras palavras, a observância dos deveres legais está relacionada aos deveres fiduciários de que os administradores são incumbidos. Evidente que ninguém poderá ser autorizado a quebrar a lei, mas os administradores tampouco podem ser pessoalmente responsabilizados por decisões somente incorretas. Há necessidade de comprovação de que foram negligenciados os deveres fiduciários decorrentes da lei, para que a regra da *business judgment rule* seja afastada.

Ainda, como requisito para a aplicação da *business judgment rule*, será fundamental a evidência de racionalidade do processo decisório, que deve ser empregada de boa-fé pelos administradores. Isto é, conforme explica Michael Dooley:

Se o juiz, ao considerar o mérito da decisão fática acreditar que a decisão tomada é substancialmente errada, ou baseada em premissas entendidas como “irracionais”, não há razão para a responsabilização do administrador, desde que o entendimento das cortes [norte americanas] sejam de que o processo empregado foi racional ou empregado em um esforço de boa-fé para avançar os interesses corporativos.<sup>86</sup>

Isto é, podem existir decisões da administração tomadas com bases incorretas ou serem evidentemente fora de lógica, e ainda assim não será afastada a *business judgment rule*, desde que não comprovada a ausência de boa-fé em atender aos

---

tangíveis e intangíveis, como também o status social decorrente da posição ocupada pelo indivíduo”, exemplificando o conflito entre interesses do administrador e da companhia (i) quando o administrador for parte da operação à época das negociações, (ii) quando souber que alguém próximo a ele ou uma sociedade na qual tenha interesse é parte na operação e possui determinado interesse.

<sup>85</sup> BANBRIDGE, *ob. cit.*, p. 271.

<sup>86</sup> DOOLEY, Michael P. Two Models of Corporate Governance, 47 Bus. Law. 461, 478-79 n.58 (1992) in BANBRIDGE, *ob. cit.*, p. 274

interesses corporativos.

A irracionalidade, como já colocou a Corte de Chancelaria de Delaware, consiste na completa falta de razão, a ponto de não se ter como explicar o caminho percorrido pelo administrador para chegar à decisão tomada. Vale citar as palavras da Corte: “the rule does not require the Court to bless de conclusion of a director that is self-evidently nonsense on stilts, nor does it protect a board that looks into the sun and names it the moon.”<sup>87</sup>

Outro elemento chave da regra é a boa-fé. Serão proibidas então as decisões tomadas por administradores com dolo, falha no processo decisório ou indiferença quanto aos resultados obtidos. Enquanto a diligência refere-se à vedação à comportamentos negligentes pelos administradores, a boa-fé refere-se à intencionalidade, à ciência a respeito dos danos potenciais a serem sofridos pela Companhia por conta da decisão tomada.

Por fim, a regra da *business judgment rule* exige para sua aplicação a existência de uma decisão informada, não sendo admissível que administradores dirijam os negócios sociais sem apreciar detalhadamente todo material e todas informações disponíveis a respeito do assunto decidido; a administração precisa avaliar a importância para a corporação a respeito da transação, a regularidade do decorrer de negociações, os termos da oferta e a justiça de seus termos.

Em outras palavras e em resumo, a *business judgment rule* trata-se da aferição de diligência quanto à tomada de uma decisão bem informada, no interesse da Companhia, em observância da lei e de boa-fé, verificando-se que foram reunidos dados suficientes para embasa-la e justifica-la racionalmente.

## 2.1 BUSINESS JUDGMENT RULE COMO PADRÃO DE CONDUTA

Para entender mais acuradamente o alcance da *business judgment rule*, além dos requisitos fundamentais de sua aplicação conforme acima expostos, é imperioso compreende-la não como uma regra em si, mas sim como um padrão de conduta aceitável para a não revisão judicial da responsabilidade dos dirigentes de uma sociedade.

---

<sup>87</sup> BRIGAGAO, *ob. cit.*, p. 125.

Isso porque, diferentemente de uma norma padrão, que determina objetivamente a conduta ordinariamente pela legislação vigente, a possibilidade de aplicação da *business judgment rule* será relacionada ao específico contexto em que foi tomada a decisão negocial pelo corpo administrativo da companhia. Assim é que os requisitos para sua aplicação devem ser entendidos como um conjunto de premissas a serem ponderadas antes da definição de julgamento diante da possibilidade de responsabilização dos administradores.

Nessa seara, a *business judgment rule* exsurge como um teste para aplicação de responsabilidade de administradores. A ilação decorrente da aferição do descumprimento de suas premissas é a de que os administradores agiram em desatenção aos deveres que lhes são obrigatoriamente exigidos, de modo que se torna possível e cabível a revisão dos seus atos com vistas à responsabilização individual.

Como a *business judgment rule* afasta a presunção de culpa dos administradores, em princípio as decisões por ele tomadas de boa-fé, no interesse da sociedade e com base em informações razoáveis, não podem ser revistas pelos tribunais, nem os sujeitam à responsabilização, mesmo que estas se revelem inadequadas e malsucedidas. Existe, em última análise, uma presunção em favor da regularidade e da propriedade de atos praticados pelos administradores.<sup>88</sup>

Assim sendo, todos os elementos da regra de *business judgment rule* caracterizam-se como um *standard of review* das condutas dos administradores, de modo que, uma vez evidenciada no caso em análise concreta, afastarão qualquer possibilidade de revisão judicial das decisões tomadas pelos administradores. Ao cabo, a presunção da *business judgment rule* constituirá o ônus de prova àquele que contesta a decisão negocial, ou seja, nos termos do que informa Brigagão, “os administradores serão responsabilizados pela quebra de 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 [administrador] à época dos fatos”<sup>89</sup>. Vale ressaltar que a ilação probatória de quebra dos deveres será responsabilidade daquele que realiza a acusação.

---

<sup>88</sup> PARENTE, *ob. cit.*, p. 71.

<sup>89</sup> BRIGAGÃO, *ob. cit.*, p. 120.

Nesse sentido, a partir da desconsideração da proteção pela *business judgment rule*, haverá então inversão do ônus da prova, de modo que os administradores da sociedade, enquanto réus, deverão comprovar a realização de decisões negociais segundo os melhores interesses da companhia e de seus acionistas. Para tanto, deverão ser analisados os detalhes da decisão questionada, bem revisto o processo decisório, com vistas a clarificar os fatos com o objetivo de concluir pela manutenção da operação no mesmo contexto de que ela seria tomada se não influenciadas pelos administradores réus (o que a doutrina norte-americana chama de *entire fairness doctrine*).

Em suma, a *business judgment rule* estabelece uma presunção do comportamento dos administradores, com vistas a equalizar os aspectos de discricionariedade sem perder de vista a prevenção a eventuais abusos dos poderes sociais a eles outorgados.

## 2.2 FUNDAMENTOS

Ao proteger a discricionariedade conferida a administradores, é possível compreender que a *business judgment rule* traz consigo alguns fatores importantes: (i) o risco da atividade empresarial é uma presunção necessária existente às atividades empresariais, (ii) os administradores são as pessoas eleitas pela lei para tomar tal risco, (iii) há uma limitação judicial quanto ao alcance de sua análise de risco<sup>90</sup>, de modo que seria uma contradição lógica a punibilidade de administradores que tomaram riscos, de boa-fé e no melhor interesse da companhia.

O risco das decisões judiciais trata-se assim da matriz inerente ao cargo de administrador, sem a qual não seria possível a atividade empresarial. Sendo o risco uma presunção fundamental, deve-se evidentemente ponderar que a decisão tomada poderá apresentar (em inúmeras possibilidades) um resultado não esperado, sendo inviável a revisão judicial em razão deste resultado<sup>91</sup>.

---

<sup>90</sup> Esse é o entendimento da CVM, tal como exarado no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 25/2003, relatado por Eli Lória, j. em 28/03/2008.

<sup>91</sup> vide Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004, relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 15/05/2007, pelo qual a CVM entende que as circunstâncias da decisão dos administradores dificilmente poderiam ser reprisadas quanto da revisão judicial ou administrativa.

De outra banda, não há como concordar que os juízes poderiam ser suplentes dos administradores frente às decisões de negócios. A expertise jurídica é distinta dos conhecimentos econômicos e financeiros que circundam as decisões empresariais, portanto não é razoável afirmar que os juízes em geral são aptos a suprimir os entendimentos de conveniência e oportunidade dos administradores<sup>92</sup>.

---

<sup>92</sup> Veja-se nesse mesmo sentido a decisão tomada pela Court of Chancery de Delaware, no caso *In re info USA, Inc. Shareholders litigation*: “The value of assets bought and sold in the marketplace, including the personal services of executives and directors, is a matter best determined by the good faith judgments of disinterested and independent directors, men and women with business acumen appointed by shareholders precisely for their skill at making such evaluations. The Court of Chancery does not safeguard shareholders by substituting the opinion of a judge for that of a business person merely because a plaintiff shows up at the courthouse asking for relief. Rather, a judge does his duty by ensuring that business decisions, whatever their merit, were undertaken by a director without consideration of his self-interest or for the sake of some third-party”.

### CAPÍTULO 3 – RECEPÇÃO DA BUSINESS JUDGMENT RULE PELA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

Conforme doutrina majoritária<sup>93</sup>, o instituto da *business judgment rule* teria sido consagrado pela legislação societária nos termos do Art. 159, §6º da Lei das Sociedades Anônimas<sup>94</sup>. Há quem diga, entretanto, que foi consagrada pelo Art. 158 dessa mesma lei, ou que tal instituto não está previsto pela lei nacional.

Segundo Osmar Brina Correa, o §6º do Art. 159 apresenta alguns traços da *business judgment rule*. O §6º cuida de hipótese de excludente de responsabilidade. Ou seja, o juiz reconhece que o administrador agiu e violação dos seus deveres, mas exclui o dever de indenizar por estar convencido que o administrador agiu de boa-fé e visando o interesse da companhia. Para a aplicação do preceito é indispensável a presença de ambos requisitos, isto é, o reconhecimento judicial de que o administrador agiu de boa-fé e visando o interesse da companhia. A ausência de quaisquer desses requisitos impede a exclusão do dever de indenizar. Assim, atos dolosos não autorizam a aplicação do §6º, uma vez que excluem a boa-fé exigida por lei. [...] <sup>95</sup>

Com a devida vênia, entende-se que o Art. 159, §6º é insuficiente para caracterizar a *business judgment rule* tal como originalmente concebida pelo direito norte americano:

Art. 159, §6º - O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

Há de se concordar que a norma positivada acima confere ao julgador a análise do caso particular submetido a sua apreciação, devendo valorá-la de acordo com o procedimento adotado pelo administrador para apreciação subjetiva<sup>96</sup>. Porém, de outro lado, ao prescrever a boa-fé e atuação no interesse da companhia, olvida-se de todos os demais elementos da *business judgment rule*, quais sejam: (i) existência de

---

<sup>93</sup> Vide os entendimentos manifestados por Modesto Carvalhosa (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 580), Nelson Eizirik (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 357) e Osmar Brina Correa Lima (CÔRREA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. 3. ed. rev. e atual. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 202.).

<sup>94</sup> Art.159. (...) § 6º. O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm), acessado em 03.06.2018, às 9h00.

<sup>95</sup> Lazzareschi Neto, Alfredo Sergio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 514.

<sup>96</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

uma decisão negocial, (ii) independência dos administradores e (iii) diligência.

E não é só isso: a *business judgment rule* originalmente refere-se a uma presunção sobre a atuação dos administradores, que serão isentos de responsabilidade, *a priori*, se constatada a existência de todos os requisitos da norma, isto é, se evidenciados os elementos que a compõe, não se atribuirá responsabilidade aos administradores, independentemente de qualquer procedimento judicial. Esta situação não é a caracterizada pela norma do §6º do Art 159 da Lei das Sociedades Anônimas, que se opera por meio da exclusão de responsabilidade após apuração dos requisitos em termos processuais, sujeita ao arbítrio do julgador.

Ou seja, embora seja possível constar o objetivo de proteger o administrador que age de boa-fé, há diferenças conceituais importantes trazidas pelo §6º do Art. 159 da Lei das Sociedades Anônimas. Nesse sentido, em comparação da lei brasileira com as origens norte americanas, explica Mariana Parglender que:

- a) enquanto a primeira vem positivada em texto legal, a segunda tem origem jurisprudencial;
- b) a regra do art. 159 § 6º confere amplo poder ao juiz para excluir ou não o dever de indenizar do administrador após a apreciação dos demais requisitos da responsabilidade civil; a *business judgment rule* consiste em presunção de que a decisão foi tomada de boa-fé tendo em vista o melhor interesse da companhia, presunção esta que apenas pode ser ilidida mediante demonstração de violação dos deveres fiduciários;
- c) a literalidade do art. 159, § 6º, sugere um amplo campo de aplicação, ao passo que a *business judgment rule* reconhecidamente não isenta de responsabilidade os administradores em situação de conflito de interesses; e
- d) o art. art. 159, § 6º, faz referência genérica a administradores, o que compreenderia tanto os membros do Conselho Administração como os integrantes da Diretoria; há, como visto profunda incerteza no direito norte-americano quanto à possibilidade de se invocar a *business judgment rule* relativamente aos diretores (*officers*).<sup>97</sup>

Em suma, parece estranho o entendimento de que o instituto da *business judgment rule* esteja abarcado pelo §6º do Art. 159 da Lei das Sociedades Anônimas. Há de fato uma certa equivalência funcional com o instituto norte americano, dado que em ambos os casos verifica-se a proteção ao administrador, mas a semelhança o *standard* e o dispositivo legal em comento não se estende para além desse aspecto.

Com isso em mente, pela leitura do §6º do Art. 159, note-se que o administrador não precisa estar isento de culpa *strictu sensu* para que o juiz possa excluir a sua responsabilidade. Exige apenas, vale repetir, que ele tenha agido de boa-fé e no interesse da companhia. Ora, o

---

<sup>97</sup> PARGENDLER, Mariana. *Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro*. Revista dos Tribunais, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, p. 15

elemento boa-fé afasta a possibilidade de exclusão da responsabilidade do administrador que tiver agido de má-fé. O elemento agir no interesse da companhia, por sua vez causa o mesmo efeito àqueles atos que perquirirem outros interesses que não os da sociedade. Atos única e estritamente culposos, assim, parecem não estar abarcados pelo §6º do Art. 159 da Lei das S.A. e, dessa forma, caso se mostrem presentes na conduta do administrador, não são um impeditivo para que a sua responsabilidade seja excluída pelo juiz. Ou seja, o julgador está autorizado pela lei a excluir a responsabilidade de um administrador por atos negligentes caso ele tenha agido de boa-fé e no interesse da companhia.<sup>98</sup>

Conforme dito, paralelamente aos entendimentos acima, há quem postule que a *business judgment rule* estaria refletida em parte pelo artigo 158 da Lei das Sociedades Anônimas:

Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:  
I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;  
II - com violação da lei ou do estatuto

Por este entendimento, o ato regular de gestão refere-se àquele tomado em observância aos ditames legais, isto é, uma decisão negociada refletida e em aderência os deveres impostos pela lei (diligência, lealdade), de maneira independente, isentas de culpa ou dolo (portanto, revestida de boa-fé).

Como se observa, o requisito fundamental é a realização de ato de gestão pelos administradores, o que, para ser feito de maneira regular, deve atender às exigências da lei, notadamente os deveres que lhes são impostos. Sendo os administradores implicados a uma obrigação de meio, devem se dedicar à obtenção do melhor resultado possível, o que se pressupõe ser esse o ato regular de gestão: uma decisão comercial, desinteressada e independente (na forma do Art. 154 e §1º do Art. 156 da Lei das Sociedades Anônimas), diligentemente tomada (Art. 153 da Lei), de boa-fé (Art. 155 da Lei das Sociedades Anônimas) visando os melhores interesses da companhia.

Nesse sentido de raciocínio, colaciona-se a lição de José Alexandre T. Guerreiro:

A lei impõe deveres específicos aos administradores, deveres esses que se entrocam na ampla proposição contida no Art. 153, segundo a qual o administrador da companhia deve

---

<sup>98</sup> BRIGAGÃO, *ob. cit.*, p. 171.

empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. A imposição de tais deveres, pela lei, apresenta conteúdo nitidamente finalístico, como se infere do Art. 154, uma vez que a atividade dos administradores só se legitima na medida em que se dirige à consecução dos fins sociais, no interesse da companhia, satisfeitas, ainda, as exigências do bem público e da função social da empresa. Conseqüentemente, será ato irregular de gestão todo aquele que resultar da infração de dever legal do administrador, qualquer que seja.<sup>99</sup>

Isto é, mesmo não sendo literalmente disposta a *business judgment rule* pelo Art. 158 da Lei das Sociedades Anônimas, este artigo concentra o desígnio da lei, que é a proteção dos administradores sob decisões tomadas de boa-fé, diligentemente e no interesse da companhia.

Outro aspecto relevante do *standard* da *business judgment rule* é o que o encargo de provar o descumprimento da regra é daquele que acusa, o que se coaduna perfeitamente ao sistema jurídico processual brasileiro, que prima pela presunção de inocência, não havendo responsabilização daquele que é acusado sem provas. Nesse sentido, também constam entendimentos da CVM, já que a autarquia entende que a ausência de substancialidade e a generalidade da acusação não são suficientes para produzir a condenação de administradores; é fundamental a ilação probatória da acusação esclareça o descumprimento material dos deveres imputados aos administradores<sup>100</sup>.

Então, forçoso é reconhecer que, os entendimentos a respeito da dimensão dada pelo Art. 158 e a *business judgment rule*, se compatibilizados com o sistema de deveres previstos pela lei como um todo permitem inferir que a *business judgment rule* é aplicável no direito brasileiro. Nesse sentido, colacionam-se as ponderações de Brigagão:

De início, recorde-se por aqui que a obrigação dos administradores de companhias é tida como de meio, e não de resultado. Isto é, diretores e conselheiros de sociedades anônimas não possuem o dever de alcançar o resultado pactuado. Eles devem, na verdade, se dedicar para obter o melhor resultado possível. Assim, o administrador não pode ser responsabilizado simplesmente porque sua gestão não conseguiu distribuir dividendos aos acionistas, por exemplo. Sua responsabilidade pode advir do seu comportamento culposos. Esse aspecto se mostra compatível com um dos pilares da *business judgment rule*: o de que juízes devem analisar não o mérito das decisões tomadas, mas, sim, o processo decisório por eles executado.

---

<sup>99</sup> GUERREIRO, José Alexandre. *Responsabilidade de Administradores de Sociedades Anônimas*. Revista de Direito Mercantil, nº42, abr.-jun. 1981, p. 74, in BRIGAGAO, ob. cit., p. 192.

<sup>100</sup> Nesse sentido, veja o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 15/05, relatado por Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 29/11/2006.

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

[...] Na Lei das S.A., o *caput* do art. 154 ordena que os administradores exerçam suas atribuições “para lograr os fins e no interesse da companhia”. Ademais, seu §1º preceitua que o “administrado 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”.

Disso se depreende que, sob pena de praticar desvio de poder, ele não pode agir em prol de interesses outros que não os legítimos interesses sociais, sendo-lhe vedado, inclusive favorecer acionistas que o elegeram em prejuízo da companhia. [...] Em suma, portanto, o elemento **desinteresse e independência** da *business judgment rule* encaixa-se com clareza nas normas contidas nos artigos 154, *caput* e §1º, e 156 da Lei das S.A.

Outro elemento da *business judgment rule*, a diligência determina que para ser protegido pela regra, o administrador deve estar munido de informações quando da tomada de decisão. Ele deve se informar a respeito de todo o material razoavelmente disponível

Por aqui, doutrina e jurisprudência entendem que o dever de se informar constitui um dos aspectos do dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas previsto no art. 153 da Lei das S.A.

[...] Finalmente, parece ser também o elemento boa-fé plenamente compatível com o sistema jurídico nacional de deveres e responsabilidades de administradores de sociedades anônimas. Nesse sentido, determina a Lei das S.A. que o administrador deve lealdade para com a companhia e seus acionistas, conforme versa o artigo 155. E, como já destacado pela doutrina, o dever de lealdade exige que o administrador, na condução dos negócios sociais, exerça seus poderes de boa-fé.

Mas não é só isso. Para os casos de responsabilidade civil, o artigo 158, em seu inciso I, determina que o administrador responderá pelos danos que causar ao proceder, dentro de suas atribuições ou poderes, de forma dolosa. Não se deve esquecer ainda, que a hipótese prevista no inciso II desse artigo também exige a presença de culpa lato sensu para configurar responsabilidade do gestor por ato por ele praticado, apesar de se tratar de caso em que a culpa relativamente se presume, como prefere a maior parte da doutrina nacional.<sup>101</sup> (grifos do autor)

Não obstante os entendimentos acerca da construção legal da *business judgment rule*, há doutrinadores que entendem que, mesmo diante do fundamento de irresponsabilidade pessoal tal como na *business judgment rule*, a seara do artigo 158 são os atos regulares de gestão, os quais são cabíveis somente à diretoria nos termos da lei, distanciando-se, portanto, do conceito norte-americano, que é primordialmente aplicável ao conselho de administração. Ou seja, o conceito da *business judgment rule* não seria apresentado de maneira global e íntegra pela legislação brasileira, não sendo, assim, previsto pela legislação brasileira<sup>102</sup>.

Em que pese renomada doutrina postulando pela falta de previsão pela legislação nacional da regra de decisão negocial para proteção de administradores, entende-se que a *business judgment rule*, compreendida como uma presunção no

---

<sup>101</sup> BRIGAGÃO, *ob. cit.*, p. 180 -181

<sup>102</sup> ADAMEK, *ob. cit.*, p. 287

direito norte americano, pode ser aplicada em direito brasileiro a considerar que nenhum administrador poderá ser responsabilizado se não comprovada a inexistência de boa-fé e independência de interesses na tomada de decisão negocial.

Ou seja, a “presunção inerente à *business judgment rule* é plenamente compatível com o sistema jurídico processual brasileiro”<sup>103</sup>, de modo que a CVM já tem entendido que a inexistência de materialidade leva à absolvição dos indiciados<sup>104</sup>.

Corroborando tal entendimento, em que pese pertinente discussão a respeito da recepção ou não pela lei nacional das disposições pertinentes à regra da *business judgment rule*, a CVM tem se posicionado de maneira regular pela defesa do conceito e por sua aplicação, tal como se observa em diversos julgados (vide Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 10/05/2016, Processo Administrativo Sancionador nº 07/2012, Rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 07/03/2017, Processo Administrativo Sancionador nº 2015/10677, Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. em 07/02/2017, e Processo Administrativo Sancionador nº 2011/11073, Rel. Pablo Renteria, j. em 15/12/2015).

Vale ressaltar que, em qualquer hipótese, a conduta do administrador poderá ou não ser analisada sobre o prisma da *business judgment rule* somente na hipótese de uma decisão negocial, cujo caráter deverá ser discricionário pelo administrador<sup>105</sup>.

Assim sendo, constatada a recepção da *business judgment rule* pela Lei das Sociedades Anônimas, especialmente nos termos do Art. 158 da Lei das Sociedade Anônimas, parte-se para a análise dos julgados pela CVM e Poder Judiciário.

---

<sup>103</sup> BRIGAGÃO, *ob.cit.*, p. 185,

<sup>104</sup> Vide Processo Administrativo Sancionador nº 15/05, relatado por Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 29/11/2006.

<sup>105</sup> Nesse sentido, vide o entendimento de Brigagão: “Portanto, diante dessas considerações, toda e qualquer decisão tomada dentro da discricionariedade conferida aos administradores, seja direcionada ao âmbito interno da companhia, seja direcionada ao âmbito externo, deve ser considerada negocial e, conseqüentemente, analisada conforme os preceitos da *business judgment rule*. Acredita-se que tenha sido essa a ideia proposta por Eli Loria no julgamento do PAS CVM nº 08/05, em 12 de dezembro de 2007, em que afirmou que a regra “integra a discricionariedade do administrador e indica que suas decisões não devem ser questionadas exceto em caso de má-fe, erro ou ato ilícito, devendo ser discutido, apenas, se houve descumprimento os deveres legais e estatutários impostos aos administradores no processo decisório” *in* BRIGAGÃO, *ob. cit.*, p.202

## CAPÍTULO 4 – ENTENDIMENTOS CVM SOBRE A BUSINESS JUDGMENT RULE

Analisada a construção da norma da *business judgment rule* a partir do direito estrangeiro e sua recepção pela legislação nacional, pretende-se agora a realização de análise dos precedentes havidos pela CVM a respeito da regra, sua forma de aplicação e eficácia no direito nacional.

Reitera-se que os atuais entendimentos da CVM estão para a procedência da aplicação de *business judgment rule* em hipóteses de decisões negociais. Cumpre ressaltar que não se verifica, no âmbito do Poder Judiciário, jurisprudência substancial a respeito, o que decorre seja das dificuldades em superar as exigências do Art. 159 da Lei das Sociedades Anônimas para a propositura de ações sociais, seja pelo crescente uso de mediação e arbitragem para solução dos conflitos societários<sup>106</sup>.

Consoante informa Brigagão, o primeiro precedente da CVM a respeito da *business judgment rule* é o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19/87, de 05 de abril de 1988, relatado por Carlos Alberto Paes Barreto, em que o colegiado averiguou a prática de ato de liberalidade por administradores que venderam produtos com preço menor do que o custo de produção<sup>107</sup>. Nesse caso, os administradores remanesceram condenados, por decidir o colegiado que não houve comprovação de benefícios para a companhia em questão.

Vale dizer que, conforme julgado acima, houve uma mudança importante confusão de conceitos: a comprovação de benefícios econômicos para a companhia e *business judgment rule*. Sob o pretexto de analisar o processo decisório e não o mérito da decisão, entende-se teria a CVM se imiscuído no resultado do negócio para manifestar sua decisão, o que é diametralmente oposto do que se espera quando da aplicação do *standard* norte americano.

De todo modo, em linha com o que se espera da atuação do órgão, traz-se à tona outros julgados mais recentes da autarquia em relação à *business judgment rule*, manifestações as quais, muito embora não tenham ainda delineado perfeitamente os

---

<sup>106</sup> Este é o entendimento de Mariana Parglender, conforme PARGLENDER, *ob. cit.*, p. 20-21.

<sup>107</sup> BRIGAGAO, *ob. cit.*, p. 203.

conceitos atinentes ao *standard*, em diversas ocasiões evidenciam a evolução dos entendimentos da autarquia ao longo dos anos e proporciona as nuances do que é aceitável e o que vem sendo consolidado pelo órgão regulador.

Com o objetivo de apurar responsabilidades de administradores, a CVM, por meio do PAS nº RJ2005/1443<sup>108</sup>, assumiu a jurisprudência norte-americana como um bom subsídio para os entendimentos acerca da correta aplicação do Art. 153 da Lei das Sociedades Anônimas, em vista da inexistência de “muitos pronunciamentos doutrinários e jurisprudenciais sobre o significado deste Art. 153 (ou do seu predecessor, no Decreto Lei 2.627/40)”. Ainda, nos entendimentos do d. relator Pedro Oliva Marcilio de Souza, “nos pronunciamentos que existem, não se procura definir como, num caso concreto, averigua-se se o dever de diligência foi ou não observado. Procura-se apenas dar o significado, em abstrato, de diligência, de cuidado e de homem ativo e probo”.

Nesse contexto, em vista das regras decorrentes do *standard* norte americano, entendeu o relator que “a construção jurisprudencial norte-americana para o dever de diligência nada discrepa do que dispõe o Art. 153 da Lei n. 6.404/76, sendo possível utilizar-se no Brasil dos mesmos *standards* de conduta aplicados nos Estados Unidos”. E, continuou: “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 de decisão para ver se os cuidados mínimos, que demonstram diligência do administrador, foram seguidos, não nos limitando a simplesmente negar a possibilidade de reanálise do conteúdo da decisão tomada”.

Ora, observa-se no caso acima, evidente empatia da autarquia com os conceitos da *business judgment rule*, muito embora, conforme relatório mencionado acima, novamente apure-se pouca clareza quanto a reanalisar os méritos de decisão negocial a pretexto de se averiguar o cumprimento dos deveres de conduta aplicáveis. Limitar-se a negar a reanálise do conteúdo da decisão negada não é algo trivial: refere-se exatamente ao cerne da norma de *business judgment rule*. Vejam-se, assim,

---

<sup>108</sup> Processo administrativo Sancionador nº 05/00, j. em 10/05/2006, relator Pedro Oliva Marcilio de Souza.

outros julgados.

Por exemplo, o PAS CVM nº 25/03<sup>109</sup>, sobre a não realização de Assembleia Geral Extraordinária da Telemar Norte Leste S.A. quando da aquisição da TNL PCS S.A. Entre outras acusações, relatou-se a infração ao At. 153 da Lei das Sociedades Anônimas por administradores da companhia adquirente e da adquirida.

Entendeu o colegiado que o importante é a análise fundamentada do processo decisório, principalmente numa operação entre controlador e controlada (como se observa no caso), em que há um ônus maior sobre os administradores envolvidos. No caso, reiterou a CVM que a “condição para que se avalie, no geral, o processo decisório da administração e não suas decisões, propriamente, está expressa na Regra da Decisão Negocial [...]”. E, segundo a regra, “desde que alguns princípios sejam observados pelo administrador no processo de decisão negocial, o mérito da decisão não poderá ser revisto posteriormente em razão do dever de diligência”. Tais princípios seriam, conforme entendimento da autarquia, resumidos à verificação de uma decisão informada, refletida e desinteressada.

Nesse ponto, olvidou-se a CVM dos demais aspectos que circundam a *business judgment rule*, notadamente a boa-fé. Igualmente, verifica-se uma diferença que poderia ser despercebida, mas constitui importantíssimo aspecto para diferenciação entre o *standard* de conduta norte-americano e a “Regra de Decisão Negocial”: a CVM aparentemente compreende necessário imiscuir-se no mérito da decisão para, sob fundamento do *standard* de conduta, avaliar o cumprimento dos deveres pelos administradores e assim não rever o mérito da decisão. Tal situação seria impensável segundo a jurisprudência norte-americana, a qual, de maneira oposta, refutaria proceder à análise da conduta justamente sob o fundamento de aplicação de *business judgment rule*, exceto se provado, pelo acuador, falha procedimental que afete a *business judgment rule*.

A despeito desta adaptação “à brasileira” da *business judgment rule*, trouxe a CVM alguns outros entendimentos relevantes, tal como no PAS nº RJ2007/4476<sup>110</sup>.

---

<sup>109</sup> Processo administrativo Sancionador nº 25/03, j. em 25/03/2008, relator Eli Loria.

<sup>110</sup> Processo administrativo Sancionador nº RJ2007/4476, j. em 12/03/2008, relator Eli Loria.

Neste caso, a CVM se debruçou sobre a acusação de violação dos Art. 153 e 154 da Lei das Sociedades Anônimas, em que um dos conselheiros da Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina teria, nos entendimentos da SEP, assumido funções e prerrogativas dos diretores da companhia, ao intermediar comunicações diretamente com instituições financeiras.

O primeiro entendimento do colegiado foi o de que a conduta diligente deve ser compreendida *contrário sensu*, sendo assim diligente a conduta que não é negligente. Ainda, entendeu o colegiado que o Art. 154 refere-se à conduta realizada em desvio de finalidade, e não aquela que extrapola os poderes, sendo que, embora haja em pauta os deveres e obrigações aplicáveis a órgãos colegiados, a conduta deve ser sempre individualizada, assim como a responsabilização. Por fim, enfatizou a CVM que os preceitos da *business judgment rule* devem ser observados também perante administradores independentes ou eleitos por acionistas minoritários, valendo com mais força perante estes. Não esclareceu, todavia, como a *business judgment rule* seria aplicável “com mais força” perante os administradores independentes.

Outro interessante julgado é o PAS nº RJ2013/9990<sup>111</sup>, em que a defesa do acusado defendeu a não prestação de obrigações relevantes, na forma do Art. 157, §3º da Lei das Sociedades Anônimas sob a proteção do Art. 153 da mesma lei: “o dever de diligência do administrador implica sua obrigação de evitar todos os danos possíveis à companhia e aos seus negócios sociais, mesmo que em detrimento do direito à informação dos agentes do mercado ou de determinados acionistas”.

Nesse caso, aduziu a defesa ainda que, soma-se ao dever de diligência “a construção norte americana do *Business Judgment Rule*, segundo a qual os administradores não devem ser responsabilizados pessoalmente se atuarem em negócios no interesse da companhia, desde que preenchidos os requisitos de boa-fé, diligência, lealdade, e ausência de desinteresse e de abuso de discricionariedade”.

Considerando as peculiaridades do caso, o colegiado de maneira unânime, entendeu que a acusação não merecia prosperar, pois “a sua conduta [aqui entende-

---

<sup>111</sup> Processo administrativo Sancionador nºRJ2013/9990, j. 25/02/2014, relatora Ana Dolores Carneiro de Novaes.

se como o processo decisório] não revelou o necessário juízo de reprovabilidade exigível para processos de cunho sancionador, de modo que o agente não se revela juridicamente culpável”.

Vale dizer que, sobre a apuração de culpa em relação ao dever de diligência já foi em algumas oportunidades debatida pela CVM, sendo o entendimento corrente de que não há dúvidas sobre o caráter punitivo e a competência da CVM para julgar com base no Art. 153 da Lei das Sociedades Anônimas.

Para exemplificar, entre outros outros julgados<sup>112</sup>, colaciona-se os termos da decisão emanada do PAS nº 02/2008<sup>113</sup>, em que houve questionamento do caráter punitivo do Art. 153 da Lei das Sociedades Anônimas à luz dos princípios da legalidade e tipicidade, expressos no Art. 5º, XXXIX da Constituição Federal<sup>114</sup>.

Segundo a defesa do acusado, o dever de diligência não apresentaria conteúdo previamente definido, sendo somente um conceito em geral sobre a conduta dos administradores. Tal argumento não foi aceito pela CVM, para quem a abstração da norma positivada é fundamental para abarcar as incontáveis atividades que podem vir a ser desempenhada pelos administradores, constituindo-se assim um “esforço do ordenamento jurídico” para permear as circunstâncias fáticas do dia a dia empresarial, o qual deve estar calcado em uma “relação de confiança”.

Tal relação de confiança seria então a base pela qual a *business judgment rule* seria considerada para a não revisão dos atos tomados pela administração da companhia, tomando-se em conta (i) se a decisão segue de conclusão das informações disponíveis (decisão informada), devidamente analisada (decisão refletida) e desinteressada.

Mais uma vez, então, observa-se a diferença entre o padrão norte americano e o brasileiro: a CVM teria que analisar o processo decisório para apurar a *business*

---

<sup>112</sup> Vide PAS CVM nº 04/99, PAS CVM nº 03/97.

<sup>113</sup> Processo Administrativo Sancionado CVM nº 02/2008, j. em 05/03/2013, relatado por Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

<sup>114</sup> Constituição Federal do Brasil de 1988. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em 03/06/2018, 9h00.

*judgment rule*, enquanto em direito norte-americano o acusador haveria de comprovar o descumprimento de deveres para que a *business judgment rule* deixasse de ser observada. Isso sem mencionar que a CVM não considerou todos os requisitos para a aplicação do *standard* de conduta.

De todo modo, a partir da análise caso a caso jugado pela autarquia, observa-se a recepção e a aplicação da *business judgment rule* em consonância com ordenamento jurídico nacional. Embora, há de se frisar que a aplicação de tal conceito pela autarquia coloca-se oportunisticamente inconsistente, pois que não observa totalmente os elementos necessários para a *business judgment rule*, ou os transforma de forma forçosamente casuística, utilizando-se de tal preceito para acomodar entendimentos em relação aos quais a CVM é instada a se manifestar.

Inobstante, a CVM aparenta atualmente preocupar-se com o rito e detalhes necessários para a aplicação da *business judgment rule* enquanto um processo necessário e de obrigatória aplicação para evitar a análise de mérito do resultado. Todavia, tal processo de ajustamento pela CVM ainda se denota incipiente pois não foram raros os casos em que a autarquia deixou de exigir comprovação pela acusação de inobservância de seus elementos, ou mesmo que deixou de tratar a regra de decisão negocial tal como ela deve ser aplicada: uma presunção em favor de cada um dos administradores, em vez de uma construção argumentativa para ser erguida com cunho de defesa e de afastamento da sanção legal.

## CONCLUSÃO

Diante das particularidades dos deveres dos administradores e da *business judgment rule*, verifica-se a compatibilidade entre o que prevê a legislação nacional e o *standard* de conduta norte-americano.

Inicialmente, pondera-se que a existência de compatibilidade com o regime de responsabilidade de administradores previsto pela legislação brasileira se dá diante das semelhanças entre os conceitos de dever de diligência, do qual irradiam todos os demais deveres previstos pela lei societária e o *duty of care* previsto no âmbito do direito norte-americano. Em ambos os casos, são exigíveis dos administradores (no caso brasileiro, tanto para membros da diretoria quanto do conselho de administração), quando no exercício de suas atividades, uma vez que são incumbidos de deveres e obrigações de caráter fiduciário.

Isto é, de início, pode-se afirmar que o fundamento para a responsabilização de administradores tem origem comum em ambas as legislações, a partir do dever de diligência, cuja observância protege o administrador no espectro das decisões de risco que deve tomar.

Especificamente, partindo da exigência do Art. 153 da Lei das Sociedades Anônimas de que os administradores devem ser competentes para as funções que lhes forem designadas, há um desdobramento em outros deveres necessários para atendimento do dever de diligência: (i) a qualificação para o exercício da função, (ii) a atuação em vista dos interesses da companhia (dever de finalidade), (iii) a obtenção de informações suficientes e necessárias para uma decisão racional (dever de se informar), (iv) a constante vigilância sobre as atividades (dever de vigiar). Esse conjunto de obrigações dos administradores constituem uma universalidade correspondente ao *duty of care*.

Em decorrência do *duty of care*, os Tribunais norte-americanos estabeleceram entendimento jurisprudencial sobre os limites da revisão judicial de decisões negociais, para as quais os juízes não tem competência funcional, e construíram o *standard* de conduta consubstanciado pela *business judgment rule*.

Em apertada síntese, a *business judgment rule* caracteriza-se como uma presunção sob a conduta dos administradores, que, ao tomar decisão comercial de sua competência foi diligente ao atuar de maneira informada, de boa-fé, de maneira independente, pessoalmente desinteressada e com vistas aos interesses da companhia, sendo que o ônus da prova de descumprimento de tais exigências é daquele que demanda a responsabilização do administrador. Trata-se de regra que veda a revisão de decisões tomadas por administradores, precipuamente porque a assunção de riscos é fundamental para a atividade empresarial, a revisão de tais decisões de risco estaria contaminada pelo resultado que foi aferido, mas deveria considerar as incertezas do cenário em que foram tomadas e porque a competência de administrar não é incumbência de juízes.

O *standard da business judgment rule* tem sido emprestado pela Comissão de Valores Mobiliários em diversos procedimentos a respeito da análise de conduta dos administradores. Diverge, contudo, a doutrina brasileira a respeito da recepção da norma de conduta pela legislação nacional em quatro correntes.

A primeira corrente doutrinária é a de que a *business judgment rule* teria sido integralmente recepcionada nos termos do §6º do Art. 159 da Lei das Sociedades Anônimas.

Outros doutrinadores entendem que esse dispositivo legal, embora fundamentado em uma base idêntica (no caso, boa-fé), não consagra todos os requisitos do *standard* tal como originalmente concebido pelas cortes norte-americanas, de modo que se teria de fato uma regra de decisão comercial com particularidades de aplicação segundo a lei brasileira.

Não obstante, há quem entenda que a *business judgment rule* está consubstanciada pela norma dada pelo Art. 158 da Lei das Sociedades Anônimas, que protege os administradores que tomaram atos regulares de gestão, conceito que engloba todas as exigências da lei que lhes são impostas (dever de diligência, finalidade, lealdade, independência, desinteresse e ausência de conflito de interesses).

A quarta corrente entende que a *business judgment rule* não teria sido expressamente recepcionado pela lei brasileira, embora não seja incompatível com ela.

Nessa seara, repisa-se que, de maneira ou de outra, a Comissão de Valores Mobiliários tem, por meio de seu colegiado, manifestado em diversas oportunidades a aplicação da *business judgment rule*, ainda que não tenha observado todos os requisitos que permeiam a aplicação do *standard* e nem tenha sido manifestadamente clara – em verdade, apresenta confusão de entendimentos – quanto à proteção dos administradores no âmbito de uma decisão negocial. De maneira geral, o Colegiado entende que não deve revisar a decisão negocial, porém não observa integralmente o procedimento para a aplicação da *business judgment rule*, atuando de forma inconsistente diante da construção jurisprudencial norte-americana.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAMCZUK, André A. *A prática da tomada de decisão*. São Paulo: Atlas, 2009.

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

AMENDOLARA, Leslie; SANCHEZ, Adilson. *O diretor executivo no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2005.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. *Novos estudos e pareceres de direito privado*. São Paulo: Saraiva, 2009.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporate Law and Economics*. New York: Foundation Press, 2002.

BARRETO FILHO, Oscar. *Doutrinas essenciais de Direito Empresarial: medidas judiciais da Companhia contra Administradores*. vol. II. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *The business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors*. New York: Aspen Publishers, 2002.

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

BULGARELLI, Waldirio. *Apontamentos sobre a Responsabilidade Civil de Administradores das Companhias*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Vol. 50. Abr-jun. 1983, p. 75-105.

\_\_\_\_\_, Waldirio. *Manual das Sociedades Anônimas*. 13ª Edição. São Paulo: Atlas, 2001.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). *Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Gurreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

COMPARATO, Fabio Konder. *O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas*. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

CARVALHOSA, Modesto. *Responsabilidade Civil dos Administradores das Companhias Abertas*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, nº 49, p. 13-20.

EISENBERG, Melvin Aron. *The Divergence os Standards of Conduct and Standards os Review in Corporate Law – Fordham Law Review*. Vol. 62, 1993.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. III, 2ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

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

FARIA, Werter R. *Liquidação extrajudicial, intervenção e responsabilidade civil dos administradores das instituições financeiras*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 1985.

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

GOMES, Orlando. *Responsabilidade Civil de Administradores de Sociedades por Ações*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 8, ano XI, 1972, p. 11-18

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

\_\_\_\_\_, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sergio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

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

LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei 10.303, de 31.01.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188)*. Vol. 2. 13ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2009,

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. 2. Tomo I. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

MONTEIRO GOMES, Luis Flavio Autran; SIMÕES GOMES, Carlos Francisco. *Tomada de decisão gerencial*. 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2012.

NASCIMENTO, João Pedro do. *Regra do Julgamento do Negócio (business judgment rule)*. In: SILVA, Alexandre Couto (Org.). *Direito Societário: estudos sobre a Lei das Sociedades Por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013.

NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria Andrade (Org.). *Doutrinas essenciais: responsabilidade civil: direito de empresa e o exercício da livre iniciativa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

NEVES, Vanessa Ramalhete Santos. *Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.

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

PEREIRA, Caio Mario. *Responsabilidade Civil*. 10ª Ed. Rio de Janeiro: GZ Ed., 2012.

PARGLENDER, Mariana. *Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro*. Revista dos Tribunais, vol. 953, 2015.

QUATTRINI, Larissa Teixeira. *Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos*. 1ª. ed. São Paulo, SP: Saraiva, 2015.

RIBEIRO, Julio Cesar de Lima. *A transposição da business judgment rule para o regime de responsabilidade civil de administradores em Portugal e no Brasil*. Revista dos Tribunais, vol. 937, nov/13, p. 343-391.

SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/ A: Business Judgment Rule*. São Paulo: Campus Elsevier, 2017.

SILVA, Tatiana Buzalaf de Andrade e. *Responsabilidades legais dos administradores das sociedades comerciais: o conceito de administrar e a delimitação das suas responsabilidades perante os sócios, os acionistas, a empresa e a comunidade em que atua*. São Paulo: Textonovo, 2005.

POLINSKY, A. Mitchell. *An introduction to law and economics*. 4th ed. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2011.

WALD, Arnoldo (Org.). *Doutrinas essenciais: direito empresarial: direito societário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

VEASEY, E. Norman. *The Defining Tension in Corporate Governance in America*. The Business Lawyer. Vol. 52, nº 2, fev. 1997, p. 393-406.

ZAITZ, Daniela. *Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas e por Quotas de Responsabilidade Limitada*. Revista dos Tribunais. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 740, jun. 1997, p. 11-52.

## LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA CONSULTADAS

ARGENTINA. *Ley nº 19.550 – ley de sociedades comerciales*. Disponível em <<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25553/texact.htm>>. Acesso em 03/06/2018.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Planalto. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em 03/06/2018.

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Planalto. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/Del2627.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2627.htm)>. Acesso em 03/06/2018.

ESPAÑA. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 02 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Disponível em <<https://www.boe.es/buscar/pdf/2010/BOE-A-2010-10544-consolidado.pdf>>. Acesso em 03/06/2018.

FRANÇA. *Code de Commerce, version consolidée au 18 mai 2018*. Disponível em <<https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379>>. Acesso em 03/06/2018.

ITÁLIA. *Codice Civile*. Disponível em <<http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.regio:1942-03-16;262!vig=>>>. Acesso em 03/06/2018.

PORTUGAL. Código das Sociedades Comerciais. Disponível em [http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=524&tabela=leis&so\\_miolo=](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=524&tabela=leis&so_miolo=), acessado em 03/06/2018.

In Re infoUSA, Inc. Shareholders Litigation, 953 A.2d 963 (Del. Ch. 2007)

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 04/99, j. 17 de abril de 2002, relatora Norma Jonssen Parente. Disponível em

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417\\_PAS\\_0499.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417_PAS_0499.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 03/97, j. 09 de setembro de 2004, relatora Norma Jonssen Parente. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040909\\_PAS\\_0397.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040909_PAS_0397.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 05/00, j. 11 de novembro de 2004, relator Eli Loria. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20041111\\_PAS\\_0500.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20041111_PAS_0500.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2005/1443, j. 10 de maio de 2006, relator Pedro Oliva Marcilio de Souza. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510\\_PAS\\_RJ20051443.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 15/05, j. 29 de novembro de 2006, relator Pedro Oliva Marcilio de Souza. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20061129\\_PAS\\_1505.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20061129_PAS_1505.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/04, j. em 15 de maio de 2007, relator Pedro Oliva Marcilio de Souza. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515\\_PAS\\_2104.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515_PAS_2104.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2007/4476, j. 12 de março de 2008, relator Eli Loria. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080312\\_PAS\\_RJ20074476.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080312_PAS_RJ20074476.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 25/03, j. 25 de março de 2008, relator

Eli Loria. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325\\_PAS\\_2503.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 18/08, j. 14 de dezembro de 2010, relator Alexsandro Broedel Lopes. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_1808.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 02/2008, j. 05 de março de 2013, relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130305\\_PAS\\_022008.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130305_PAS_022008.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/9990, j. 25 de fevereiro de 2014, relatora Ana Dolores Moura Carneiro Novaes. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140225\\_PAS\\_RJ20139990.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140225_PAS_RJ20139990.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/11199, j. 22 de março de 2016, relator Pablo Renteria. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160322\\_PAS\\_RJ201211199.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160322_PAS_RJ201211199.pdf)>. Acesso em 03/06/2018.