GUILHERME FRAZÃO NADALIN

A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS ABERTAS – ARTIGO 159, § 6º, LSA E A *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2015

GUILHERME FRAZÃO NADALIN

A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS ABERTAS – ARTIGO 159, § 6º, LSA E A *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Dissertação apresentada a Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2015

A Mari e Barbara.

RESUMO

NADALIN, Guilherme F. A Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas: Artigo 159, § 6º, LSA e a *Business Judgment Rule*. 2015, 149 f. Dissertação (Mestrado), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

O estudo da responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas na doutrina nacional trata usualmente dos deveres fiduciários, do ato regular de gestão e da teoria *ultra vires*, da culpa ou dolo do administrador, das ações *ut universi* e *ut singuli* e da solidariedade entre a responsabilidade do administrador e a da companhia. Poucos abordam as causas extintivas dessa responsabilidade, e raro são os que tratam da hipótese de exclusão de responsabilidade do artigo 159, § 6º, da Lei nº 6.404/76. Como a disciplina dos deveres fiduciários prevista na lei societária brasileira tem forte influência do Direito norte-americano, buscou-se na legislação, doutrina e jurisprudência daquele país os fundamentos necessários à melhor interpretação e aplicação da regra de exclusão e, em especial, na *business judgment rule*, doutrina que protege os administradores contra responsabilização por prejuízos à companhia decorrentes de decisões por eles adotadas, proteção esta também conferida pela hipótese do artigo 159, § 6º, da Lei nº 6.404/76, ao administrador leal e de boa-fé.

Palavras-chave: companhia aberta; conselho de administração; deveres fiduciários; responsabilidade civil; *business judgment rule*

ABSTRACT

NADALIN, Guilherme F. Corporate Director's Civil Liability: Article 159, § 6º, LSA and the *Business Judgment Rule*. 2015, 149 f. Dissertação (Mestrado), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

The study of corporate director's civil liability in national doctrine usually deals with fiduciaries duties, regular management act and the *ultra vires* theory, director's malpractice or deceit, *ut universi* and *ut singuli* actions and solidarity between director's and companies' responsibility. Few address the extinctive causes of such liability, and rare are those who address the liability exclusion hypothesis of the Article 159, § 6º, of the Law n. 6.404/76. Whereas that the fiduciary duties discipline provided for in Brazilian corporate law has strong influence of American law, was sought in the legislation, doctrine and jurisprudence of that country the fundamentals for a better understanding and application of the exclusion rule and, particularly, in the business judgment rule, a doctrine that protects directors against liability for damages to the company arising from their acts, protection also afforded by the Article 159, § 6º, of the Law n. 6.404/76, to the loyal and good faith director.

Keywords: public held corporation; board of directors; fiduciary duties; civil liability; business judgment rule

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 08

1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA: A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS COMPANHIAS ABERTAS NO DIREITO NORTE-AMERICANO E DIREITO BRASILEIRO 12

1.1 IMPLICAÇÕES SOBRE CONTROLE E ADMINISTRAÇÃO DA COMPANHIA.15

1.2 IMPLICAÇÕES SOBRE OS CONFLITOS DE AGÊNCIA 18

2 O DEVERES FIDUCIÁRIOS DOS ADMINISTRADORES 23

2.1 A RELAÇÃO FIDUCIÁRIA ADMINISTRADOR-COMPANHIA 23

2.2 A INFLUÊNCIA DO *TRUST* ANGLO-SAXÔNICO NA LSA 25

2.3 O DEVER DE DILIGÊNCIA 28

2.3.1 Dever de obediência: finalidade das atribuições e desvio de poder 33

2.3.2 Dever de vigilância 35

2.4 O DEVER DE LEALDADE 36

2.4.1 Dever de manter reserva sobre os negócios da companhia e de repressão ao *insider trading*: dever de sigilo e dever de informar 37

2.4.2 Vedação à usurpação de oportunidade da companhia 39

2.4.3 Atuação em conflito de interesses 42

3 A *BUSINESS JUDGMENT RULE* 47

3.1 NOTA HISTÓRICA 47

3.2 CONCEITUAÇÃO 51

3.2.1 Construção jurisprudencial 51

3.2.2 Codificação 57

3.2.3 Críticas às formulações propostas 59

3.2.4 *Abstention doctrine* ou *standard of liability*? 61

3.3 RACIONALIDADE POR TRÁS DA REGRA 67

3.3.1 Função 67

3.3.2 Justificativas 70

3.3.3 As justificativas são plausíveis? 72

3.4 ELEMENTOS DA *BUSINESS JUDGMENT RULE* 73

3.4.1 Decisão negocial 73

3.4.2 Desinteresse e independência: materialidade do interesse 74

3.4.3 Diligência: negligência grave 77

3.4.4 Boa-fé: violação intencional de um dever 78

3.4.5 Discricionariedade limitada: razoabilidade e racionalidade 81

3.5 A REGRA EM FUNCIONAMENTO 83
3.5.1 *Caremark* 84
3.5.2 *Disney* 87
3.5.3 *Technicolor* 93
3.5.4 *Trans Union Case* 98
4 A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIA ABERTA: HIPÓTESE DE EXCLUSÃO PREVISTA NA LSA, ART. 159, § 6º, E A *BUSINESS JUDGMENT RULE* 100
4.1 HIPÓTESES DE RESPONSABILIDADE CIVIL: LSA, ART. 158 100
4.2 HIPÓTESE DE EXCLUSÃO: LSA, ART. 159, § 6º 104
4.3 A HIPÓTESE DE EXCLUSÃO DA LSA, ART. 159, § 6º EQUIVALE À *BUSINESS JUDGMENT RULE*? 109
4.3.1 Doutrina brasileira 109
4.3.2 Procedimento, elementos e efeitos 114
4.3.3 A *business judgment rule* na CVM 118
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 132
6 BIBLIOGRAFIA 139
7 JULGADOS CONSULTADOS 148

INTRODUÇÃO

> "Some people are fortunate since they have never heard of the business judgment rule."
> Bayless Manning, ex-reitor da Stanford Law School

O estudo da responsabilidade civil em matéria societária no Direito brasileiro trata, via de regra, do exame acerca dos deveres fiduciários dos administradores, do conceito e alcance do ato regular de gestão e da teoria *ultra vires*, persecução da culpa ou dolo do administrador, das espécies de ações de responsabilidade civil e de eventual solidariedade entre a responsabilidade do administrador e a da companhia. Os trabalhos acadêmicos até então produzidos deram conta de exaurir o tema.

Mas ao final da Seção IV, do Capítulo XII, da Lei 6.404/76 – que trata justamente dos deveres e responsabilidades do conselho de administração e da diretoria – existe uma regra, não obstante sua importância pelos potenciais efeitos, pouco lembrada nas obras que têm por objeto o estudo da responsabilidade civil de administradores de companhias abertas: o artigo 159, § 6º, que confere ao juiz o poder de excluir tal responsabilidade, se convencido de que o administrador agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia[1].

O Prof. Waldírio Bulgarelli, em comentário à referida norma, julga ter sido "infeliz a lei das sociedades anônimas, ao conceder um verdadeiro *bill* de indenidade aos administradores culposos, no § 6º do art. 159, dispondo que 'o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.'"[2]. E conclui expondo seu receio de que, por conta do acréscimo por ela introduzido dos institutos da boa-fé e do interesse social aos fatores excludentes já previstos na sistemática geral do direito das obrigações (*v.g.* caso fortuito e força maior), aliados à "tendência sempre benévola dos nossos magistrados", nenhum administrador de sociedades anônimas será mais responsabilizado[3-4].

Por trás da regra do artigo 159, § 6º, da Lei nº 6.404/76, está a ideia de proteção do administrador diligente e leal que, não obstante tenha causado prejuízos ao patrimônio da

---

[1] "Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. (...) § 6° 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."

[2] BULGARELLI, Waldírio. Direito Comercial, São Paulo, Atlas, 1978, p. 210.

[3] BULGARELLI, Waldírio, *Idem*.

[4] Importante registrar que a conclusão a que chegou Prof. Bulgarelli sobre a eficácia do art. 159, § 6º, da Lei nº 6.404/76, foi elaborada e exposta em 1978, ou seja, apenas dois anos após a promulgação da lei das sociedades anônimas, quando ainda eram parcas, senão inexistentes, decisões dos tribunais sobre o tema.

companhia, poderá ter sua responsabilidade excluída se respeitados os requisitos legais. Tal deferência tem correspondente em doutrina que se desenvolve nos Estados Unidos desde meados do século XIX: a *business judgment rule.* Considerada ao mesmo tempo como um dos conceitos mais importantes e menos compreendidos da legislação societária norte-americana[5], surgiu na jurisprudência daquele país concomitantemente ao debate sobre a definição do grau de diligência e cuidado exigidos por lei dos administradores de companhias abertas na persecução e aferição de sua responsabilidade civil. Observados certos requisitos lapidados ao longo de extenso debate nas cortes de Delaware, produz a presunção de que, ao tomar uma decisão negocial, os membros de conselhos de administração agem devidamente informados, desinteressados, com independência, de boa-fé e na crença de que a ação adotada atende ao melhor interesse da companhia, razão pela qual seu conteúdo não poderá ser revisado por um tribunal, ainda que tenha causado resultados indesejados à companhia, pelos quais seus administradores não serão chamados a responder.

Respeitável doutrina nacional chega a afirmar que a hipótese prevista no artigo 159, § 6º, da Lei nº 6.404/76, nada mais seria do que a transposição para a legislação societária brasileira da *business judgment rule*[6]. Verdadeira ou não tal afirmação, seu exame sob a racionalidade subjacente à regra norte-americana talvez permita que se chegue a uma conclusão diferente da alcançada pelo Prof. Bulgarelli, conferindo eficácia a importante norma prevista na legislação societária brasileira aparentemente em desuso, tarefa a que se pretende este trabalho.

Antes, porém, um esclarecimento necessário: este não é um estudo do Direito Comparado nos termos preconizados por Tullio Ascarelli e suas premissas implícitas[7]. Procurou-se fazer uma incursão quanto possível completa no Direito norte-americano não

---

[5] MANNE, Henry G. Our Two Corporation System: Law and Economics, *in* Virginia Law Review, 53/259 (1967).

[6] CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima. Rio de Janeiro: Aide, 1989, p. 126.

[7] "Não é difícil notar que, com freqüência, os hábitos peculiares dos vários povos, os seus diversos característicos, a sua história, sua constituição econômica e social influem na maneira de considerar determinados problemas jurídicos, às vêzes, até mais do que a solução prática definitiva dada a determinados conflitos de interêsses.

O estudo do direito comparado deve, em substância, indicar qual é, efetivamente, a solução jurídica, o seu alcance, servindo-se para êsse fim de todos os elementos que concorrem para essa determinação.

É por isso que, através do estudo do direito comparado, somos freqüentemente levados a investigar o que chamarei de 'premissas implícitas' (econômicas, sociais, doutrinárias, etc.) nos diversos direitos, premissas às vêzes não formuladas e, no entanto, de importância para evidenciar o alcance das soluções jurídicas, bem como para explicar a diretriz da evolução de determinado direito." (ASCARELLI, Tullio. Problemas das sociedades anônimas e direito comparado. Campinas: Bookseller, 2001, p. 41).

para comparar a *business judgment rule* com o artigo 159, § 6º, da Lei nº 6.404/76, mas sim para examinar em que medida os fundamentos teóricos e o mecanismo de proteção dos administradores de companhias abertas produzidos pela regra estrangeira podem ser úteis a uma melhor compreensão acerca da incidência, requisitos e efeitos decorrentes da hipótese de exclusão de responsabilidade civil da regra brasileira.

O primeiro passo consiste em entender as semelhanças e diferenças entre a estrutura de capital das companhias abertas no Direito norte-americano e Direito brasileiro, suas implicações sobre a administração e controle da companhia e os conflitos daí advindos (Capítulo 1).

O desenvolvimento da *business judgment rule* no Direito norte-americano está diretamente ligado ao tratamento dado aos deveres de diligência e de lealdade, daí porque imprescindível o exame dos deveres a que estão sujeitos os administradores de companhias abertas brasileiras (Capítulo 2). Porém, não é observada aqui a divisão correntemente dada pela doutrina nacional ao tema, que via de regra respeita a disposição da própria lei societária. A análise parte justamente dos deveres de diligência e de lealdade, dos quais decorrem todos os demais (dever de obediência, dever de vigilância, dever de sigilo, dever de informar, vedação à usurpação de oportunidade da companhia e hipóteses de conflito de interesses), com pontuais incursões no Direito norte-americano.

Na sequencia adentra-se ao estudo da *business judgment rule* propriamente dita, aqui sim com foco específico na legislação, doutrina e jurisprudência norte-americanas (Capítulo 3). Após um breve relato acerca de sua origem, é examinado o conceito através de sua evolução na jurisprudência das cortes de Delaware e a tentativa de codificação, ambas alvo de críticas por parte da doutrina daquele país, e explicado como se chegou à atual concepção atribuída à regra e a importante função que desempenha, acompanhada de suas justificativas. Ao final traz-se quatro casos paradigmáticos que descrevem a regra em funcionamento, notadamente quanto à caracterização dos elementos – decisão negocial, desinteresse e independência, diligência, boa-fé e discricionariedade, estudados individualmente – necessários à produção da presunção tão buscada pelos administradores.

Passa-se, então, ao estudo da responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas na Lei nº 6.404/76, através do exame das hipóteses de responsabilização previstas no artigo 158, bem como da hipótese de exclusão de responsabilidade específica do § 6º do artigo 159. Definidos os contornos de ambas, pode-se finalmente responder a questão a que se propõe este trabalho: a regra de exclusão de

responsabilidade civil do artigo 159, § 6º, da Lei nº 6.404/76, equivale à *business judgment rule*? (Capítulo 4).

Ao final (Capítulo 5) são expostas as conclusões a que se chegou ao percorrer o caminho traçado nos capítulos anteriores, não sem antes dar certa concretude ao trabalho mediante o estudo de casos julgados pela Comissão de Valores Mobiliários que tratam da responsabilidade civil de administradores de companhia aberta, melhor dizendo, da exclusão da responsabilidade civil de administradores de companhia aberta por prejuízos a ela causados.

1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA: A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS COMPANHIAS ABERTAS NO DIREITO NORTE-AMERICANO E NO DIREITO BRASILEIRO

A *business judgment rule* é uma regra desenvolvida na jurisprudência norte-americana[8]. Tendo isso em mente, e considerando que o objetivo deste trabalho consiste em identificar se a norma do § 6º do artigo 159 da Lei 6.404/76 equivale àquela regra, é necessário entender a estrutura de capital das companhias abertas daquele país e suas implicações, e compará-la à realidade brasileira.

A partir dos estudos de La Porta *et al*[9] foram identificados dois sistemas de estrutura de capital das companhias abertas predominantes: sistema de capital disperso e sistema de capital concentrado.

Dispersão e concentração acionária têm relação com a forma em que as ações da companhia estão distribuídas entre seus acionistas: o capital é considerado disperso quando as ações da companhia encontram-se distribuídas entre muitos acionistas, e concentrado quando reunidas nas mãos de um ou poucos acionistas, que detêm porção significativa do capital social.

Mas tão-só o número de acionistas não basta para enquadrar a companhia num sistema ou noutro; deve-se ter em conta também o percentual de ações com direito a voto por eles detido[10]. Vale dizer, a partir da configuração do poder de controle[11] se pode enquadrar a companhia no sistema de capital disperso ou concentrado[12]. Neste sentido, uma companhia terá capital disperso quando o controle interno for minoritário (controle exercido por menos da metade das ações com direito a voto[13]) ou gerencial (controle

---

[8] A gênese e desenvolvimento jurisprudencial da regra são tratados no Capítulo 3, itens 3.1 e 3.2.1.

[9] LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. Harvard Institute of Economic Research Paper nº 1840. Disponível em SSRN: http://ssrn.com/abstract=103130, acessado em 08.11.2013.

[10] PENTEADO, Arthur Bardawil, Aspectos jurídicos da propriedade acionária as companhias abertas brasileiras (dissertação de mestrado), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005, p. 18.

[11] Não constitui objetivo deste estudo examinar o conceito de poder de controle e de acionista controlador e posições doutrinárias a respeito do tema. Para os fins pretendidos adota-se a definição de acionista controlador prevista no art. 116 da Lei 6404/76. Sobre as teorias que cercam a questão do poder de controle vide COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

[12] OIOLI, Erik Frederico. A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das sociedades anônimas (tese de doutorado), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 77.

[13] COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. cit.*, p. 64.

desvinculado de titularidade sobre ações[14]), ou seja, por exclusão, quando o controle interno não for majoritário (exercido por quem detém a maioria das ações com direito a voto[15]) ou totalitário (nenhum acionista é excluído do poder de dominação da sociedade[16])[17-18].

O sistema de capital disperso está associado ao financiamento por meio de chamadas de capital próprio (p.ex., emissão pública de ações), e caracteriza-se por um mercado de capitais forte, com rigorosos padrões de transparência das informações, regras bem definidas de proteção dos investidores, em que os próprios mecanismos de mercado (mercado de controle societário[19]) servem a disciplinar a conduta dos agentes. O sistema de capital concentrado, por sua vez, é financiado através de operações de crédito ou mesmo autofinanciamento (emissão de debêntures, empréstimos bancários, utilização de reservas, dentre outras), e tem por característica um mercado de capitais fraco, com a existência de grandes blocos de controle, incentivo à manutenção do poder de controle e padrões menos rígidos de transparência, tendo pouca relevância o mercado de controle societário (função substituível pelo monitoramento desempenhado por grandes instituições financeiras, por exemplo)[20-21].

Muito se discutiu a respeito das vantagens e desvantagens entre sistema de capital disperso e concentrado. O principal argumento daqueles favoráveis à estrutura de capital concentrado seria a existência de maiores incentivos a quem detém o controle interno (majoritário ou totalitário) para lutar pela maximização do valor da companhia e a redução

---

[14] COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. cit.*, p.71.

[15] COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Ibidem*, p. 60.

[16] COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Ibidem*, p. 58.

[17] Com efeito, para uma companhia ser caracterizada como de capital disperso deverá contar com no mínimo três acionistas com direito a voto; se forem apenas dois, três situações são possíveis: poderá haver controle totalitário (decisão unânime), controle majoritário (acionistas com 60% e 40% do total das ações com direito a voto) e ausência de controle (quando cada um dos acionistas com 50% das ações com direito a voto votar em sentido oposto) (OIOLI, Erik Frederico, *Op. Cit.*, p. 77-78).

[18] Arthur Bardawil Penteado, com base em diversos dispositivos da Lei 6404/76 (art. 243, § 2º; art. 4º-A; e art. 161, § 4º, a) sugere que o percentual de 10% do capital votante é o que melhor refletiria a dispersão ou concentração acionária. Afirma o autor que, "(...) caso uma companhia possua acionista ou acionistas detentores, individualmente, de mais de 10% do total das ações com direito de voto, sua estrutura teria de ser considerada como concentrada. Caso contrário, ou seja, caso uma companhia não possua um ou mais acionistas detentores de 10% ou mais do total das ações com direito a voto, sua estrutura acionária seria classificada como dispersa." (PENTEADO, Arthur Bardawil, *Op. cit.*, p. 20-21).

[19] Conforme anotado por Oioli, fazendo alusão a Henry G. Manne (*Merges and the Market for Corporate Control*, in *Journal of Political* Economy, nº 73, 1965, p. 110-120), tal expressão (*market coporate control*) é utilizada para designar transações com ações em volume suficiente para implicar a transferência do controle societário (OIOLI, Erik Frederico, *Op. cit.*, p. 63).

[20] PENTEADO, Arthur Bardawil, *Op. cit.*, p. 17-18.

[21] COFFEE, John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. Columbia Law and Economics Working Paper nº 182, p. 2, disponível em http://ssrn.com/abstract=254097, acessado em 7.11.2013.

dos custos de transação decorrentes do contínuo e direto monitoramento dos administradores pelo acionista controlador. Contrários a este sistema estão aqueles que apontam que o controle concentrado permite ao controlador extrair benefícios particulares em detrimento aos interesses da companhia e seus investidores[22], tendo em vista a natural tendência de abuso em situações de concentração de poderes – no caso, de capital[23].

Não obstante as discussões doutrinárias, a realidade fática demonstra que quanto maior a dispersão acionária, menor a concentração do poder, consequentemente, melhor o equilíbrio dos diversos interesses envolvidos pela companhia e maior o seu valor de mercado[24]. Com efeito, há uma tendência de preferência pelo sistema de capital disperso, pois contribui para a democracia acionária e social[25].

As companhias norte-americanas enquadram-se no sistema de capital disperso[26-27]. Há ampla separação entre propriedade e controle, exercido efetivamente pelos administradores, num mercado de capitais forte e eficiente, com regras bem definidas de proteção aos investidores.

No Brasil prevalece, mais do que a concentração acionária, a concentração de poderes em torno do controlador[28]. A estrutura de capital das companhias brasileiras é caracterizada pelo controle familiar, compartilhado ou exercido por multinacionais, centrada na figura do acionista controlador, que se sobrepõe à gestão executiva. Com

---

[22] SALOMÃO FILHO, Calixto, O novo direito societário, 4. ed. rev. e ampl., São Paulo, Malheiros Editores, 2011, p. 80 (nota de rodapé 4).

[23] SALOMÃO FILHO, Calixto. *Ibidem*, p. 56.

[24] SALOMÃO FILHO, Calixto, *Ibidem*, p. 81.

[25] SALOMÃO FILHO, Calixto, *Ibidem*, p. 80 e 93.

[26] Para uma análise mais completa das razões históricas e estruturais que permitiram a dispersão acionária do mercado de capitais norte-americano vide COFFEE, John C., *Op. cit.*

[27] Cf. estudo de La Porta *et al*, em ao menos 80% das companhias abertas norte-americanas não há acionista que, individualmente, detenha mais do que 10% do capital votante e nas quais, em regra, os 20 maiores acionistas detêm aproximadamente 33,3% dessas ações (LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei, *Op. cit.*, p. 493). Ao examinar os diferentes segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo, Erica Gorga aponta a uma tendência de dispersão acionária. De acordo com os dados levantados, aproximadamente 71% das companhias listadas no Nível 1 têm acionista controlador que, em média, detém 76,07% das ações com direito a voto; no Nível 2, o maior acionista detém, em média, 64,79% do capital votante; e no Novo Mercado, 70,65% não possuem acionista controlador, onde o maior acionista detém, em média, 26,23% das ações, os três maiores 47,28% e os cinco maiores 54,73%. Contudo, a própria autora aponta que no segmento padrão de negociação de ações da Bovespa aproximadamente 72,67% das companhias apresentam a figura do acionista controlador, em que o maior acionista detém, em média, 66,50% das ações com direito a voto, os três maiores 81,64% e os cinco maiores 85,19%. (GORGA, Erica. Changing paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership: evidence from brazil and consequences for emerging countries. Nw. J. Int'l L. & Bus. 29, 2009, p. 463-464.

[28] Carvalhal da Silva e Ricardo Leal apontam que 90% das companhias possuem um acionista controlador que detém mais de 50% do capital votante, e que 87% do capital votante das companhias são detidos pelos 5 maiores acionistas (CARVALHAL DA SILVA, Andre; LEAL, Ricardo P.C. Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil (November 2003). Coppead Working Paper Series No. 390, disponível em SSRN: http://ssrn.com/abstract=477302, acessado em 10/04/2014).

efeito, o "sistema foi elaborado em torno da figura do acionista controlador, verdadeiro centro decisório da sociedade"[29-30]. Tal constatação tem importantes implicações aos propósitos deste trabalho, a seguir exploradas.

1.1 IMPLICAÇÕES SOBRE CONTROLE E ADMINISTRAÇÃO DA COMPANHIA

Disperso o capital, dilui-se o poder de controle interno da companhia; diluído o poder, dissocia-se controle de propriedade. Essa constatação é elevada à última consequência nas companhias abertas norte-americanas, em que o controle gerencial – controle desvinculado da titularidade das ações – é a regra.

Em razão deste controle gerencial, os negócios da companhia são dirigidos pelo ou sob a direção do *board of directors* (equivalente ao conselho de administração nas companhias brasileiras)[31]. Essa distinção – *dirigidos pelo ou sob a direção do board of directors* – se mostrou necessária na prática norte-americana para não sugerir a ideia de que se exigiria dos *directors* (equivalente aos conselheiros nas companhias brasileiras) envolvimento ativo nos assuntos e negócios do dia-a-dia da companhia[32-33].

O *board of directors* tem o poder/função de nomear, supervisionar e destituir os *officers* (equivalentes aos diretores das companhias brasileiras), assim como fixar sua remuneração; delegar poderes decisórios de determinados aspectos dos negócios da companhia a subcomitês do próprio *board*, executivos, agentes, dentre outros; declarar e pagar, à sua discrição, dividendos sobre as ações da companhia; reformar estatutos (poder que também pode ser conferido aos acionistas); iniciar e aprovar operações societárias como fusão, aquisição, venda de ativos e dissolução da companhia antes de submetê-las a

---

[29] SALOMÃO FILHO, Calixto, *Op. cit.*, p. 99.

[30] Não obstante, há evidências, ainda que tímidas, de diminuição da concentração acionária no Brasil, notadamente nas companhias que aderiram ao Novo Mercado da Bovespa. Sobre o tema, vide GORGA, Érica, Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries, *in* Northwestern Journal of International Law & Business, v. 29, nº 2, 2009.

[31] Del.C. § 141(a): "The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation."; MBCA, § 8.01 (b): "All corporate powers shall be exercised by or under the authority of the board of directors of the corporation, and the business and affairs of the corporation shall be managed by or under the direction, and subject to the oversight, of its board of directors, subject to any limitation set forth in the articles of incorporation or in an agreement authorized under section 7.32.".

[32] CLARK, Robert Charles. Corporate Law, New York, Aspen Law & Business, 1986, p. 108.

[33] A antiga redação do MBCA, § 8.01 (b) dispunha que "(…) the business and affairs of the corporation shall be managed by a board of directors (…)".

aprovação dos acionistas; e, de modo geral, tomar as decisões negociais mais importantes da companhia, como os produtos e serviços oferecidos e valor por eles cobrado, salários a serem pagos, operações financeiras de que participa, dentre outras. Resumidamente, o *board of directors* tem a função de supervisionar toda a operação da companhia[34].

O espectro da atuação do *board of directors* no direito norte-americano é de tal forma abrangente que a ele são atribuídos poderes que em outros ordenamentos são de competência dos acionistas[35]. Exemplo disso é a emissão de ações para aumento do capital da companhia, cuja oportunidade e conveniência e, inclusive, a determinação de seu valor, competem, no direito daquele país, ao *board of directors*, sendo reservado aos acionistas tão somente deliberar sobre o número de ações a ser emitido. "Nessas condições, os poderes do *board of directors* são originários com relação a todas as determinações referentes à emissão de ações, exceto aquelas que dizem respeito à fixação do número de ações que deve constar dos *articles of incorporation*, que se insere na órbita dos poderes dos acionistas."[36]. Com efeito, esse poder de definição do financiamento do capital vai além da simples gestão e compreende matéria afeta à própria estrutura da companhia.

Apesar desta função de superintender a gestão social e do poder de deliberar sobre as grandes questões de interesse da companhia (ressalvadas as atribuições da assembleia de acionistas), a prática mostra que quem efetivamente a dirige são os *officers*, que atuam por meio de delegação[37]. Os *directors* atuam muito mais como consultores e conselheiros do executivo principal (*chief executive officer*, ou CEO, que invariavelmente é também o presidente do *board*[38]), e tomadores de decisões em tempos de crise, do que como administradores diários dos negócios. Neste sentido, poucos *boards* decidem efetivamente

---

[34] CLARK, Robert Charles, *Op. cit.*, p. 105-106.

[35] "A realidade do poder do *board*, na experiência norte-americana, bem ilustra a diferenciação fundamental entre propriedade e gestão, ou entre controle e administração. Mas o fenômeno também demonstra a inversão da regra básica do poder na moderna sociedade anônima; o poder geral pertence ao *board*, salvo disposição em contrário da lei ou do estatuto, que o condicione, limite ou exclua. (...) Na lição de Francesco Galgano, a competência da assembleia de acionistas, de ilimitada que era, torna-se competência *especial*, circunscrita a objetos específicos, nãos mais abrangendo a gestão da empresa social, ao passo que será *geral* a competência do órgão administrativo. É exatamente esse o perfil do regime jurídico da *corporation*, nos Estados Unidos, cuja realidade subjacente se caracteriza pela dissociação entre propriedade acionária e poder de comando empresarial, tão bem demonstrada por Berle e Means, e com a crescente relevância do denominado *management control*, ou seja, nas palavras de Fábio Konder Comparato, aquele não fundado na participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretoriais." (TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Regime jurídico do capital autorizado. São Paulo: Saraiva, 1984, p. 48-49).

[36] TAVARES GUERREIRO, José Alexandre, *Op. cit.*, p. 50.

[37] "Assim é que prevê, basicamente, um único órgão administrativo, o *board of directors*, que, embora potencialmente dotado de funções executivas, não as exerce, delegando-as aos *officers*, que, de fato e de direito, gerem a sociedade." (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de. O conselho de administração na sociedade anônima. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 19-20).

[38] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Idem*.

objetivos, estratégias e políticas empresariais, ou submetem aos *officers* questões pertinentes à administração e, em muitos casos, sequer escolhem, monitoram ou avaliam as atividades do presidente[39].

Não obstante, o fato de a condução efetiva dos negócios da companhia ser exercida na prática pelos *officers* não significa que ao *board* seja permitido abdicar formalmente ou efetivamente de seu dever de gerir ou dirigir a gestão dos negócios da companhia, tampouco isenta seus membros de responsabilidade[40]. Pelo contrário, o *director* que abdicar do dever gerencial de supervisão, direção e comando viola seus deveres fiduciários, notadamente o dever de diligência[41].

Já a realidade brasileira é outra: praticamente inexiste controle gerencial com acionariado diluído[42]. A estrutura de capital é a tal ponto concentrada que estudos empíricos revelam que 90% das companhias brasileiras possuem um acionista controlador que detém mais de 50% do capital votante, e que 87% do capital votante são detidos pelos cinco maiores acionistas[43]. Essa concentração acionária resulta, como dito alhures, numa concentração de poderes em torno do acionista controlador, centro decisório da sociedade.

Enquanto detentor da maioria do capital votante, o acionista controlador domina as votações na assembleia geral e detém o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Considerando que é a assembleia geral quem elege e destitui os membros do conselho de administração (LSA, art. 140), e que a este órgão compete adotar, tal qual o *board of directors* do direito norte-americano, as decisões negociais mais importantes da companhia (LSA, art. 142), o acionista controlador domina, por consequência, o próprio conselho de administração[44].

Essa dominância do acionista controlador sobre o conselho de administração serve a uma grave disfunção societária: na medida em que incumbe àquele órgão as mais

---

[39] ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil de administradores de S/A e ações correlatas. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 107 (nota 312).

[40] WELCH, Edward P.; TUREZYN, Andrew J.; SAUNDERS, Robert S. Folk on Delaware General Corporation Law: Fundamentals 2011 ed., New York: Aspen Law & Business, p. 107-108.

[41] WELCH, Edward P.; TUREZYN, Andrew J.; SAUNDERS, Robert S. *Ibidem*, p. 109.

[42] SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 78.

[43] CARVALHAL DA SILVA, Andre; LEAL, Ricardo P.C. Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil, Coppead Working Paper Series nº 390, disponível em http://ssrn.com/abstract=477302, acessado em 18.11.2013.

[44] Como aponta Calixto Salomão Filho, "O único dispositivo voltado à garantia de certo pluralismo formal no Conselho era, na versão original da lei, a garantia do voto múltiplo (artigo 141), que visava basicamente a garantir que grupos institucionais de minoritários fossem capaz de eleger para o Conselho número de Conselheiros proporcional a sua participação no capital votante da companhia. Ocorre que essa garantia nunca chegou a ser efetivada, dada a possibilidade de descasamento do mandato dos conselheiros, que na maioria das companhias brasileiras foram e continuam sendo eleitos um a um, com prevalência total do controlador." (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 100).

importantes competências em matéria de administração da sociedade, o controlador afasta da assembleia – consequentemente, dos demais acionistas – a deliberação sobre decisões estratégicas da companhia e coloca os diretores na posição de meros executores das decisões tomadas pelo conselho, vale dizer, pelo controlador[45]. "A influência sobre a esfera administrativa é completa, indo desde a definição da orientação dos negócios sociais até a própria influência sobre a competência da diretoria. Seu poder é, portanto, amplo e o dos administradores limitado."[46]

Com efeito, ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos – em que a estrutura de capital disperso é a regra, com controle gerencial exercido na prática pelos *officers* sob a direção e supervisão do *board of directors* –, por conta da estrutura de capital aqui vigente (concentrada), a figura do acionista controlador e do administrador acabam por confundirem-se, cabendo ao primeiro, em última instância, conduzir os rumos da companhia.

1.2 IMPLICAÇÕES SOBRE OS CONFLITOS DE AGÊNCIA

Em linhas gerais, a relação de agência pode ser definida como o contrato no qual uma ou mais pessoas delegam a outra autoridade para a tomada de decisões, vinculando-a a agir em benefício daquelas[47].

O conflito surge quando aquele a quem é delegada a autoridade para tomada de decisões (o agente) a utiliza em benefício próprio em detrimento dos interesses daqueles que a delegaram. Em razão da posição privilegiada de que desfruta o agente na obtenção de informações relevantes, os que lhe delegaram poder não terão garantia de que o agente lhes entregará aquilo que prometera. Consequentemente, o agente pode agir de forma oportunística, desviando para si os benefícios que de seu trabalho deveriam resultar para os que lhe confiaram o poder. Para evitar essa expropriação, quem delega deve monitorar as atividades do agente, o que gera custos, reduzindo assim o valor do proveito que o agente

---

[45] SALOMÃO FILHO, Calixto, *Op. cit.*, p. 101-102.
[46] SALOMÃO FILHO, Calixto, *Ibidem*, p. 193.
[47] JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, vol. 3, nº 4, 1976, p. 305-360, disponível em http://ssrn.com/abstract=94043, acessado em 21.11.2013.

deveria entregar. Desta forma muito simplificada, estes custos de monitoramento, ou custos de transação, são denominados problemas de agência[48].

Quanto maior a complexidade das atribuições do agente, maior discricionariedade lhe deve ser conferida, e maiores serão estes custos de monitoramento. Com efeito, o problema reside na motivação do agente em agir no benefício daqueles que lhe delegaram tal autoridade em vez de privilegiar seus interesses particulares[49]; trata-se, portanto, de uma questão de conflito de interesses.

Em matéria societária, o conflito pode se dar genericamente de três formas: entre os administradores e os acionistas; entre o acionista controlador e acionistas não controladores; e entre a companhia e terceiros com quem se relaciona, como credores, empregados e consumidores. Na primeira forma, o conflito está em garantir que os administradores (agente) atendam aos interesses dos acionistas na condução dos negócios da companhia, em vez de perseguir seus próprios interesses pessoais; na segunda, em garantir que o controlador (agente) não exproprie para si os benefícios que deveria proporcionar aos acionistas não controladores; e na terceira, em garantir que a companhia (agente) não atue de forma oportunística com os terceiros com quem se relaciona, *i.e.*, fraudando credores, explorando funcionários, enganando consumidores, etc.[50]. Interessa aos fins deste trabalho as duas primeiras formas de conflito.

A estrutura de capital determina o tipo de conflito a ser verificado.

Numa estrutura de capital diluído como a norte-americana, a administração da companhia é exercida pelo *board of directors* – ou sob sua supervisão, quando exercido na prática pelos *officers* (hipótese mais comum)[51] –; consequentemente, o conflito ocorre entre administradores (*directors* e/ou *officers*) e acionistas.

O Revised Model Business Corporation Act[52] define como conflitante o interesse que o *director* tem em relação à transação efetuada pela (ou proposta a) companhia se, ao tempo da contratação, (i) o *director* tiver conhecimento de que ele ou pessoa a ele ligada

---

[48] Para o estudo mais aprofundado sobre teoria em torno dos conflitos de agência vide JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. *Op. cit.*; JOSUÁ, Adriana. Governança corporativa e teoria da agência brasileiras (dissertação de mestrado), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

[49] KRAAKMAN, Reinier *et al.* The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach. Oxford: Oxford University Press, 2. ed., 2009, p. 87-88.

[50] KRAAKMAN, Reinier *et al. Ibidem*, p. 91-93.

[51] Vide Capítulo 2, item 2.1 supra.

[52] O Model Business Corporation Act, publicado pela primeira vez em 1950, foi elaborado pelo Comitê de Direito Societário da American Bar Association com o objetivo de uniformizar as legislações estaduais, e acabou sendo adotado integral ou parcialmente pela maioria dos Estados norte-americanos. Em 1984 foi inteiramente revisado e atualizado, dando origem ao Revised Model Business Corporation Act, sendo que diversos Estados ainda não se adaptaram a esta última versão.

são parte na transação ou sobre a transação um deles (ou ambos) tiver interesses financeiros relevantes capazes de influenciar a decisão do *director* se fosse ele chamado a votar sobre a transação; ou (ii) quaisquer dos seguintes sujeitos forem parte na transação ou sobre a transação tiverem interesses financeiros relevantes capazes de influenciar a decisão do *director* se fosse ele chamado a votar sobre a transação, a saber: (a) qualquer entidade (outra que a companhia) na qual o *director* seja *director*, sócio, agente ou empregado; (b) pessoa que controle um ou mais entes especificados no subitem anterior; (c) pessoa que seja sócia, *principal*[53] ou empregada do *director*[54-55].

Apesar de o RMBCA fazer referência apenas a aspectos financeiros, a doutrina daquele país tem estendido o conceito de interesse pessoal do *director* ou pessoa a ele ligada. Citam como exemplo o conflito de interesses na votação de uma transação entre a companhia e o cônjuge do *director*, ou um empréstimo bancário em que a contraparte (banco) é empregadora do filho do presidente da companhia[56]. Isso porque o administrador pode tomar decisões pensando não só no benefício econômico que podem gerar, mas também no proveito social que delas poderá desfrutar[57].

---

[53] Denominação atribuída àqueles que delegam o poder ao agente.

[54] "§ 8.60. SUBCHAPTER DEFINITIONS

In this subchapter:

(1) "Conflicting interest" with respect to a corporation means the interest a director of the corporation has respecting a transaction effected or proposed to be effected by the corporation (or by a subsidiary of the corporation or any other entity in which the corporation has a controlling interest) if

(i) whether or not the transaction is brought before the board of directors of the corporation for action, the director knows at the time of commitment that he or a related person is a party to the transaction or has a beneficial financial interest in or so closely linked to the transaction and of such financial significance to the director or a related person that the interest would reasonably be expected to exert an influence on the director's judgment if he were called upon to vote on the transaction; or

(ii) the transaction is brought (or is of such character and significance to the corporation that it would in the normal course be brought) before the board of directors of the corporation for action, and the director knows at the time of commitment that any of the following persons is either a party to the transaction or has a beneficial financial interest in or so closely linked to the transaction and of such financial significance to the person that the interest would reasonably be expected to exert an influence on the director's judgment if he were called upon to vote on the transaction: (A) an entity (other than the corporation) of which the director is a director, general partner, agent, or employee; (B) a person that controls one or more of the entities specified in subclause (A) or an entity that is controlled by, or is under common control with, one or more of the entities specified in subclause (A); or (C) an individual who is a general partner, principal, or employer of the director." (AMERICAN BAR ASSOSSIATION. Model Business Corporation Act: Official Text, Revised through 2002, 3ª ed, 2003, p. 92).

[55] Spinelli destaca que regras que arrolam os indivíduos presumivelmente sujeitos a conflito de interesses podem pecar por abarcar mais do que deveriam – regras suprainclusivas – ou deixar de fora quem não deveria estar – regas infrainclusivas (SPINELLI, Luiz Felipe. O conflito de interesses na administração da S/A, São Paulo, Malheiros Editores, 2012, p. 142).

[56] GERVUTZ, Franklin A. Corporation Law. St. Paul/Minn., West Group, 2000, p. 335. No mesmo sentido, BAINBRIDGE, Stephen. Corporations Law and Economics. Nova York, West Group, 2002, p. 319.

[57] Spinelli fornece dois exemplos bem ilustrativos: o caso do administrador com pretensões políticas que decide adquirir um meio de comunicação imaginando a propaganda que poderá fazer a seu respeito; ou a hipótese de que, para manter um bom relacionamento com sua namorada, que trabalha para o

Já numa estrutura de capital concentrado como a brasileira, o acionista controlador, pelas razões acima expostas[58], detém o poder de determinar os rumos da companhia. Como anota Calixto Salomão Filho, "o controlador é o administrador por excelência do patrimônio alheio."[59]. O problema do poder e seus potenciais abusos é então deslocado da esfera dos administradores para a do acionista controlador; o conflito, portanto, se dá entre acionista controlador – que assume as vestes de administrador – e acionistas não controladores.

A lei societária brasileira veda ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, devendo abster-se de votar na respectiva deliberação, cientificar os demais administradores de seu impedimento e consignar na ata de reunião do conselho de administração ou diretoria a extensão de seu interesse (LSA, art. 156, *caput*). Por outro lado, a lei não veda ao administrador contratar com a companhia, desde que, observadas as disposições acima, o faça em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros (LSA, art. 156, § 1º), sob pena de ser o negócio anulável e o administrador obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dela tiver auferido (LSA, art. 156, § 2º).

O interesse da companhia na relação de conflito administrador/sociedade é meramente patrimonial[60]. Vale dizer, há conflito de interesses se o agir (ou não agir) do administrador na operação causar à companhia danos econômico-financeiros[61], o que, por razões óbvias, também vai de encontro aos interesses dos demais acionistas.

O interesse conflitante do administrador, por sua vez, é pessoal, direto (o próprio administrador tem interesse na transação, e dela obtém benefícios decorrentes da atuação conflitante com o interesse da companhia) ou indireto (pessoa a ele relacionada ou vinculada tem interesse na transação, que pode influenciar o juízo do administrador sobre a deliberação), econômico ou não (desde que objetivamente auferível), e capaz de

---

fornecedor de matéria-prima, realiza contrato extremamente vantajoso para o fornecedor. (SPINELLI, Luiz Felipe, *Op. cit.*, nota de rodapé 125, p. 139-140).

[58] Vide Capítulo 2, item 2.1 supra.

[59] SALOMÃO FILHO, Calixto, *Op. Cit.*, p. 194.

[60] Cf. Spinelli, "(...) a doutrina nacional, apesar de não se posicionar neste sentido de maneira expressa, acaba convergindo com o aqui afirmado quando da conceituação do que seria conflito de interesses na relação administrador/sociedade, restringindo tal conflito e o interesse da sociedade a aspectos patrimoniais (...)" (SPINELLI, Luiz Felipe, *Op. cit.*, nota de rodapé 120, p. 138).

[61] SPINELLI, Luiz Felipe, *Idem*.

influenciar sua conduta contra os interesses de quem deveria defender em primeiro lugar, o da companhia e demais acionistas[62].

É impossível, contudo, monitorar permanentemente a conduta do administrador de forma a impedir conflito entre seus interesses com os da companhia e demais acionistas, por conta dos custos de transação que tal tarefa acarretaria, assim como é inviável estabelecer em contrato todas as hipóteses de interesses conflitantes; consequentemente, sempre haverá espaços para abuso. Deve-se, portanto, tutelar a atuação do administrador, tarefa, em direito societário, atribuída aos deveres fiduciários[63], explorados no próximo capítulo deste trabalho.

[62] "When directors have a direct or indirect financial or personal interest in a matter before the board for decision – including a contract or transaction to which the corporation is to be a party, or which involves the use of corporate assets, or which may involve competition with the corporation – they are considered 'interested' in the matter." Corporate Director's, 66 Bus. Law. 975 2010-2011, p. 993).

[63] SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 83.

2 OS DEVERES FIDUCIÁRIOS DOS ADMINISTRADORES NA COMPANHIA ABERTA

2.1 A RELAÇÃO FIDUCIÁRIA ADMINISTRADOR-COMPANHIA

A relação de agência estudada no Capítulo 1, item 1.2, supra, é espécie do gênero relação fiduciária. A relação fiduciária estabelece-se quando um sujeito (fiduciário) passa a ter o controle/gerência sobre o interesse patrimonial alheio (do fiduciante), com a finalidade de garantia (*fiducia cum creditore*[64]) ou de administração (*fiducia cum amico*[65]) de bens específicos deste ou de terceiro (beneficiário) e, ao final da relação, devolve o controle do interesse ao fiduciante ou ao beneficiário.

Possui dois elementos essenciais característicos: *poder de um sujeito sobre os interesses patrimoniais de outrem* e *confiança*[66]. Quanto à primeira, não é necessária a transferência de propriedade para o exercício do poder, bastando para tanto o controle (poder de direção) de um sujeito sobre os interesses patrimoniais de outrem. Quanto à segunda, porque o ordenamento jurídico não tutela de forma plena o poder conferido ao fiduciário[67], o fiduciante "deposita confiança no comportamento ético do fiduciário, na esperança de que este agirá de maneira escorreita e de acordo com os termos da relação."[68]

Os dois elementos característicos essenciais da relação fiduciária estão presentes na relação administrador-companhia. O administrador é por excelência gestor de patrimônio alheio: o da companhia. Com efeito, são atribuídos poderes ao administrador para gerir os interesses patrimoniais da companhia. A confiança, por sua vez, decorre do fato de que o ordenamento jurídico é insuficiente a proteger a companhia caso o administrador aja contra os interesses dela – via de regra, a questão é resolvida por meio da responsabilidade civil diante da impossibilidade de retorno ao *status quo ante*[69] –; com

---

[64] Por exemplo, a alienação fiduciária em garantia.

[65] Por exemplo, o Fundo de Investimento Imobiliário.

[66] Confiança vem do termo latim *fiducia* (A. Houaiss; M. de S. Villar; F. M. de Franco. Dicionário Houaiss da língua portuguesa, 1ª ed. Rio de Janeiro, Objetiva, 2001, p. 1338).

[67] Eduardo Salomão Neto dá como exemplo o fiduciário que aliena a coisa transferida em garantia em desrespeito ao pacto adjeto de que não o faça, e que por isso sofrerá ou poderá sofrer sanção de perdas e danos baseada no descumprimento do pacto. A sanção neste caso não seria plenamente suficiente para satisfazer o fiduciante cuja confiança foi traída, na medida em que a alienação não poderá ser desfeita. Daí o porquê de se dizer que ordenamento jurídico não confere uma proteção completa ao fiduciante. (SALOMÃO NETO, Eduardo. O trust e o direito brasileiro, São Paulo, LTr, 1996, p. 75).

[68] SPINELLI, Luiz Felipe. *Op. cit.*, p. 50-51.

[69] Cabe aqui o mesmo exemplo dado por Eduardo Salomão Neto citado na nota de rodapé 54 supra.

efeito, confia-se que ele atuará de forma a bem cuidar do patrimônio social. A relação administrador-companhia é, portanto, fiduciária.

Mas afinal, quem são os administradores nesta relação fiduciária? Nos Estados Unidos, conforme exposto no Capítulo 1, item 1.1, supra, são administradores os membros do *board of directors*, a quem a lei atribui poderes executivos, e os *officers*, os quais na prática gerem a sociedade[70-71]. No Brasil, por disposição legal, são administradores os membros do conselho de administração e da diretoria (LSA, arts. 138 e 145)[72-73], e pelas razões também expostas no Capítulo 1, item 1.1 – características da estrutura de capital concentrado brasileira –, o acionistas controlador.

No outro polo desta relação estão a companhia e os acionistas. A companhia porque é ela quem sofrerá diretamente o prejuízo caso o administrador viole a confiança nele depositada, por exemplo, envolvendo-a num mau negócio, com o intuito de obter vantagem pessoal, que resulte em diminuição do patrimônio social[74]. E os acionistas porque, tutelados os interesses da companhia, consequentemente e indiretamente, todos aqueles que com ela se relacionam também acabam sendo beneficiados. É o caso do administrador que leva a companhia por ele gerenciada à ruína por motivos egoísticos, por exemplo, envolvendo-a num negócio benéfico à empresa em que é controlador em detrimentos dos interesses da que por ele é administrada[75].

Credores, contratantes, fornecedores, empregados, enfim, todos os terceiros externos à companhia e que com ela de alguma forma se relacionam, também estão

---

[70] Apesar de existirem decisões isoladas em sentido contrário, a jurisprudência e doutrina norte-americana entendem pela aplicabilidade da business judgment rule aos membros do board of directors e aos officers (SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos Administradores de S/A: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 210).

[71] A jurisprudência norte-americana, em decisões passadas, porém, ainda válidas, entende pela aplicabilidade dos deveres fiduciários também ao controlador. Sobre o tema, vide SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.*, p. 102-107. Consequentemente, a *business judgment rule* também é sustentável pelos controladores em caso de ação de responsabilidade civil.

[72] Também é considerado administrador (especial) o liquidante, sujeito aos mesmos deveres e responsabilidade dos administradores (art. 217, Lei 6404/76), na medida em que exercem poderes próprios de diretores, ainda que direcionados à realização do ativo/passivo da companhia. (SPINELLI, Luiz Felipe. *Op. cit.*, p. 70-71).

[73] Os membros do conselho fiscal não são considerados administradores "possivelmente porque o seu funcionamento é previsto só quando requerido por acionistas detentores de uma certa porcentagem do capital social (...)" (BULGARELLI, Waldírio. Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. v. 50/75-105. São Paulo. Abril-Junho. 1983, p. 88). No mesmo sentido, ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 25-26, acrescentando que os membros de conselhos técnicos e consultivos também não são administradores porque não praticam atos de gestão; apenas orientam os órgãos da administração, sendo portanto, seus auxiliares.

[74] ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos *fiduciary duties* no direito norte-amerecano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores de sociedades anônimas. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. v. 109/136-149. São Paulo. Janeiro-Março. 1998, p. 141.

[75] ZANINI, Carlos Klein, *Op. cit.*, p. 142.

potencialmente sujeitos a prejuízos decorrentes da atuação do administrador[76]. Contudo, estes terceiros não confiam ao administrador a gerência de seus interesses patrimoniais. Não existe o poder do administrador sobre seus interesses patrimoniais necessário a caracterizar esta relação como fiduciária. Se o administrador, no controle e gerência do patrimônio da companhia, eventualmente causar prejuízo àqueles terceiros, não o faz em violação à sua posição de fiduciário, pela qual responde somente à companhia e aos acionistas cujos bens lhe foram confiados à administração[77].

Para que o administrador (fiduciário) aja de acordo com a posição de confiança que lhe é conferida e sempre em atenção aos interesses patrimoniais da companhia e acionistas (fiduciante) – e não caia na tentação de colocar seus interesses particulares à frente daqueles – é necessária a imposição de normas de conduta de natureza ético-normativa, positivas e negativas, a dar contornos à sua atuação. Noutras palavras, de deveres fiduciários.

2.2 A INFLUÊNCIA DO *TRUST* NA DISCIPLINA DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS

A lei societária brasileira sofreu forte influência do direito anglo-saxônico[78]. A estrutura de organização societária do direito anglo-saxão – no que se incluem os deveres dos administradores –, por sua vez, vem baseada no *trust*. O *trust* é, tal como a relação administrador-companhia, espécie do gênero relação fiduciária, na qual um terceiro, denominado *trustee*, utiliza bens ou direitos, cuja propriedade ou titularidade lhe são transferidas ou já lhe pertencem, em benefício de pessoas designadas expressamente no instrumento criador do *trust* ou pela lei, ou com vistas à perseguição de determinados

---

[76] Marcelo Vieira von Adamek traz diversos exemplos de atos do administrador que podem resultar danos a terceiros: (i) uso indevido de informação ainda não divulgada, do qual resulte dano a investidores do mercado de capitais; (ii) divulgação de balanço falso ou inexato com base no qual terceiros sejam induzidos a subscrever valores mobiliários de emissão da companhia por valor superior ao real; (iii) a criação de condições artificiais de mercado, para manipular o preço dos títulos em negociação; (iv) a emissão e a distribuição pública irregular de valores mobiliários; (v) dissolução e liquidação irregular da companhia; (vi) deixar de tomar as providências para incluir, na liquidação da sociedade, o crédito de terceiro, de que tinha ciência, oriundo de decisão judicial transitada em julgado; (vii) a indução de instituição financeira à concessão de crédito à companhia com base em balanço falso ou inexato, dentre outros. (ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 204-205).

[77] Conforme anotado por Calixto Salomão Filho, os deveres e responsabilidades dos administradores servem de garantia patrimonial para a companhia e seus acionistas (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. cit.*, p. 201). No mesmo sentido caminha a jurisprudência norte-americana, que entende não ser cabível a propositura de ação de responsabilidade civil contra administrador de companhia insolvente ou em iminente insolvência pelos seus credores (North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, 930 A.2d 92, Del. 2007).

[78] TEIXEIRA, Egberto Lacerda; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Das sociedades anônimas no Direito brasileiro. v. 2. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 14.

objetivos[79]. Verificam-se, portanto, os dois elementos necessários à caracterização da relação fiduciária: o poder do *trustee* sobre interesses patrimoniais dos beneficiários, e a confiança de que o *trustee* agirá no interesse destes beneficiários ou em atenção aos objetivos perseguidos.

O *trust* surgiu como solução ao problema que por muito tempo existiu no direito inglês de se conseguir autorização (por carta real ou ato do Parlamento) para a constituição de uma *corporation*. Foi então utilizado para fins comerciais como forma de suprir essa necessidade[80]: pessoas físicas interessadas em se associar comercialmente transferiam os bens que afetariam à atividade comercial a um *trustee*, o qual ficava obrigado a geri-los com vistas à perseguição dos objetivos almejados. Quando finalmente liberada a constituição de pessoas jurídicas sem a necessidade de obtenção da carta real ou do ato do Parlamento, as sociedades inglesas já estavam indelevelmente marcadas pela influência do *trust*, comunicada ao direito norte-americano através das decisões inglesas lá aceitas à época como precedentes jurisprudenciais[81].

Relação de fidúcia que é, o *trust* também vem permeado de normas de conduta de natureza ético-normativa, positivas e negativas, que dão contornos à atuação do *trustee*. E pela penetração do instituto na prática societária inglesa e norte-americana, tais normas balizaram também os deveres dos administradores de companhias daqueles países. "Exemplo típico desta influência é considerar-se que os administradores de sociedades possam ser presentemente considerados 'trustees': tal assimilação se faz simplesmente para a aplicação dos princípios que derivaram da influência do regime dos 'trusts' sobre o estatuto jurídico das sociedades (...). De fato, apesar de existirem pequenas diferenças quanto ao conteúdo dos deveres de cada um, de modo geral a comparação serve para evidenciar apenas que se aplicam aos administradores de sociedades os mesmo princípios quanto a deveres e responsabilidades que norteiam a atuação dos 'trustees'."[82]. Tais deveres, de acordo com doutrina quase unânime americana, resumir-se-iam ao dever de diligência (*duty of care*) e dever de lealdade (*duty of loyalty*), sendo todos os demais meros desdobramentos destes[83].

---

[79] SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.*, p. 20-21.

[80] SPINELLI, Luiz Felipe. *Op. cit.*, p. 46 (nota de rodapé 8).

[81] Para uma exposição completa acerca da origem e desenvolvimento histórico do *trust* no direito anglo-saxão, vide Eduardo Salomão Neto (SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.*, 97-107).

[82] SALOMÃO NETO, Eduardo, *Ibidem*, p. 99-100.

[83] SPINELLI, Luiz Felipe. *Op. cit.*, p. 89-90 e 95. Ainda, parte da doutrina norte-americana inclui no rol de deveres fiduciários do administrador de companhia o de agir de boa-fé (EISENBERG, Melvin Aron. The duty of good faith in corporate law. Delaware Journal of Corporate Law, 31/1-75. 2006.). Contudo, não há consenso sobre esta questão, na medida em que "diversas das condutas e dos modelos de

A influência da experiência anglo-saxã no direito societário brasileiro se faz presente na regulamentação de diversas figuras pela Lei 6.404/76, como o agente fiduciário dos debenturistas (LSA, art. 66 a 70), as ofertas públicas de aquisição de ações (LSA, art. 254), o regime do capital autorizado (LSA, art. 168)[84] e, em especial, nos deveres dos administradores[85]. Os artigos 153 a 157 da Lei nº 6.404/76, que regem tais deveres, estabelecem regras através de padrões abstratos de conduta, denominados *standards* – técnica típica do direito anglo-saxônico –, "verdadeiras cláusulas-gerais a serem contrastadas com sua atuação específica em cada caso concreto"[86]. Mas não só a técnica legislativa, como também o conteúdo dos deveres, sofreu tal sorte de influência. A diligência exigida do administrador de companhia aberta no Brasil ("cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios"), por exemplo, é idêntico ao dever de cuidado exigido do *trustee* no direito norte-americano[87].

A lei brasileira fala expressamente em dever de diligência (LSA, art. 153), dever de obediência à lei e ao estatuto com vistas aos fins e no interesse da companhia (LSA, art. 154), dever de lealdade (LSA, art. 155), dever de não atuar em conflito de interesses (LSA, art. 156) e dever de informar (LSA, art. 157). Haveria, ainda, o dever de sigilo (LSA, art. 155, §§ 1º a 4º) e dever geral de vigilância (LSA, art. 158, §§ 1º e 4º)[88]. Tais regras basicamente positivam os deveres fiduciários do administrador.

Na prática, contudo, tal como no direito anglo-saxão, todos eles podem ser sintetizados no dever de diligência e dever de lealdade, "dos quais irradiam todos os demais que, em nossa lei societária, apresentam-se de forma expressa"[89]. O dever de lealdade define *o que* o administrador deve buscar realizar na execução de seus deveres estatutários[90]; o dever de diligência define *como* o administrador deve perseguir tal

---

comportamento traçados pela *good faith* são abrangidos por outros deveres (sendo que muitas das hipóteses normalmente dadas vinculam-se a *cases* de violação dos *duties of care, loyalty, disclousure* e *to act intra vires/obey the law*)" (SPINELLI, Luiz Felipe. *Op. cit.*, p. 91, nota de rodapé 14). Por esta razão, a boa-fé não será tratada aqui como um dever autônomo, mas no capítulo dedicado ao estudo dos elementos da *business judgment rule.*

[84] SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.*, p. 109-112.

[85] "A Lei das Sociedades por Ações trata dos deveres (e também das responsabilidades) dos administradores na Seção IV do Capítulo XII, referente ao conselho de administração e à diretoria. (...) O direto brasileiro na matéria foi buscar inspiração, no tocante aos deveres, precipuamente na disciplina jurídica americana." (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Op. cit.* p. 53).

[86] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 113.

[87] SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.*, p. 115.

[88] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 120.

[89] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Ibidem*, p. 136.

[90] A lei impõe ao administrador o dever de administrar a companhia (dever estatutário). Este dever divide-se em duas funções: a de adotar decisões e de supervisão. A função de adotar decisões impõe ao

objetivo[91]. "Diligência e lealdade relacionam-se entre si como meios e fins. Lealdade define a finalidade a que serve a decisão – o melhor interesse da companhia ou de seus acionistas. Diligência é o meio pelo qual a decisão é tomada."[92]

O administrador que obedece à lei e ao estatuto (dever de obediência) é, por óbvio, um administrador diligente. Ser diligente implica também monitorar o trabalho de seus subordinados e de seus pares (dever de vigilância)[93]. As normas sobre conflitos de interesses (LSA, Art. 156), por sua vez, não são deveres propriamente ditos, mas sim vedações. Aqui o legislador não seguiu a técnica adotada quanto aos demais deveres – em que os caracteriza e, na sequência, formula suas vedações. Não obstante, o conteúdo das vedações a conflito de interesses leva à conclusão de que a conduta regulada refere-se ao dever de lealdade (LSA, art. 155)[94]. Por fim, o dever de lealdade abarca também o dever de sigilo, consubstanciado na obrigação do administrador de manter reserva sobre os negócios da companhia (LSA, art. 155, *caput*)[95] e normas de repressão ao *insider trading* (LSA, art. 155, §§ 1º a 4º), e o dever de informar (LSA, Art. 157)[96].

Com efeito, o desrespeito a qualquer dos deveres fiduciários expressamente previstos na lei implicará sempre a infringência do dever de diligência ou do dever de lealdade, que serão examinados na sequencia.

2.3 DEVER DE DILIGÊNCIA

---

conselho o dever de decidir como a companhia executará seus negócios. A função de supervisão impõe ao conselho o dever de monitorar a performance dos diretores da companhia e empregados e certificar-se de que eles cumprirão a lei. (FURLOW, Clark W. Good Faith, fiduciary duties, and the business judgment rule, Utah Law Review, vol. 2009, nº 3, p. 1068).

[91] FURLOW, Clark W., *Op. cit.*, p. 1069.

[92] Tradução livre de: "Care and loyalty relate to one another as do means and ends. Loyalty defines the end to be served by the decision – the best interests of the corporation or its stockholders. Care is the means by which the decision is made." (FURLOW, Clark W., *Ibidem*, p. 1070).

[93] "Conquanto possa ser classificado como dever implícito, já que não há na lei acionária preceito expresso com a sua epígrafe, o dever de vigilância, ou supervisão, é dedutível dos §§ 1º e 4º do art. 158 da Lei das S/A e, em última análise, constitui outro desdobramento do dever geral de diligência." (ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 179).

[94] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Op. cit.*, p. 60.

[95] No entendimento de Paulo Fernando Campos Sales de Toledo, "Não se justifica, no entanto, esta reunião, e muito menos encontra justificativa o fato de ter o dispositivo apenas o *nomen juris* de dever de lealdade, como se o dever de sigilo não apresentasse características próprias, sendo somente um apêndice do primeiro. (...) Cumpre ainda notar que, não se reconhecendo a natureza autônoma ao dever de sigilo, melhor seria aproximá-lo ao dever de informar, com o qual mostra muito mais afinidade." (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Ibidem*, p. 56).

[96] "O dever de informar, claro desdobramento do dever de lealdade, encontra-se referido no art. 157 da Lei das S/A, aplicável exclusivamente aos administradores de companhias abertas." (ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 170).

Diligência, do Latim *diligere*, significa zelar, cuidar. Agir com diligência significa atuar com esforço, dedicação, cuidado, interesse, atenção e zelo na execução de uma tarefa, independente do resultado final que se almeja. Agir com diligência, portanto, tem relação com o modo de atuação; trata-se de um padrão de conduta a ser observado[97]. Em sentido normativo, seria o "*quantum* de esforço normativamente exigível, aos administradores, no cumprimento de seus deveres."[98]

Mas qual a medida, extensão desse esforço, dedicação, cuidado... que satisfaz o padrão de conduta diligência? A resposta é simples: não existe; pelo menos não um padrão geral e universal. Explica-se.

A lei fala em "cuidado e diligência que todo o homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios" (LSA, art. 153). Infere-se da leitura do referido dispositivo legal que o dever de diligência não trata de um padrão que se encerra em si mesmo; remete ele a uma análise comparatista, vale dizer, a conduta adotada pelo administrador em determinada situação deve ser comparada à que um "homem ativo e probo" adotaria naquela mesma situação enquanto "na administração de seus próprios negócios."

Os arquétipos de comparação propostos no artigo 153 da Lei 6.404/76 ("homem ativo e probo" e "administração de seus próprios negócios"), contudo, carecem de precisão. Isso porque não é correto afirmar que ao administrador de uma companhia aberta é permitido empregar o mesmo cuidado e diligência na administração social que o adotado por um homem ativo e probo na condução de seus próprios negócios. Comparam-se aqui coisas desiguais. Conduzir o próprio negócio difere em muito de administrar os interesses patrimoniais de terceiros. O administrador da companhia aberta não pode assumir riscos com a mesma margem de discricionariedade permitida ao homem ativo e probo que conduz seus próprios negócios. Nada veda que um administrador cuide mal de seus negócios. O homem ativo e probo pode, se assim desejar, investir todos os seus bens num fundo de altíssimo risco; mas se o fizer e perder tudo, prejudicará somente a si próprio. O mesmo não é permitido ao administrador de uma companhia aberta, inclusive sob pena de ser responsabilizado pelos acionistas por violação do dever de diligência. Mais preciso seria afirmar que o "administrador da companhia deve empregar o mesmo cuidado e

---

[97] RIBEIRO, Renato Ventura. O dever de diligência dos administradores de sociedades. São Paulo, Quartier Latin, 2006, p. 207-208.

[98] MENEZES CORDEIRO, António. Manual de direito das sociedades. Das sociedades em especial. 2 ed. Coimbra: Almedina, 2007, v.1, n. 298, p. 810.

diligência que todo o homem ativo e probo costuma empregar na administração *de negócios de terceiros.*"[99]

"Homem ativo e probo" também não parecer ser o referencial de comparação mais adequado. Ao adotá-lo, "a Lei das Sociedades por Ações não toma como parâmetro do administrador um empresário, e sim um cidadão comum qualquer, que exerça ou não atividade empresarial, podendo, pois, não ter nenhuma prática na administração de empresa."[100]. Desconsiderou, portanto, o profissionalismo inerente ao conceito de empresário (CC, art. 966), critério inclusive destacado pela própria lei acionária (LSA, art. 152) para a fixação da remuneração do administrador ("competência e reputação profissional"). Contudo, a exemplo da crítica anterior, do homem ativo e probo não-empresário (ou seja, que não exerce a empresa como profissão) – ainda que diligente – não podem ser exigidas a mesma formação teórica, experiência, reputação e competência que de um administrador de empresa profissional. Daquele são aceitáveis equívocos que este jamais poderia cometer. Novamente, deve-se procurar sempre comparar coisas iguais. O administrador de companhia exerce profissionalmente a atividade empresária. Portanto, mais adequado seria comparar sua atuação à de um de seus pares (administrador profissional), e não com a de um cidadão comum qualquer[101].

Neste aspecto, a competência profissional ou técnica de cada administrador devem ser consideradas. De um advogado e de um químico, nomeados administradores em razão de suas específicas competências nas respectivas áreas de atuação, não pode ser exigido o mesmo grau de diligência por erros na conclusão de um contrato; nesse exemplo, o desempenho do advogado deve ser julgado com mais rigor[102].

As circunstâncias comparadas também devem ser levadas em conta na aferição do grau de diligência exigido. Devem elas ser semelhantes. O porte e importância da companhia, as informações disponíveis ao administrador e meios de que dispunha para obtê-las, a magnitude e urgência da transação, a conjuntura fática da época, enfim, todos os elementos presentes no momento de tomada da decisão são relevantes para avaliar qual

---

[99] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 124.

[100] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Op. cit.* p. 54.

[101] Neste sentido se manifestou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Processo Administrativo Sancionador nº 8/2008 (caso Sadia): "O padrão para o dever de diligência de administradores de companhias abertas não é o do *pater familiae* e sim o do administrador profissional competente , que visa à consecução do objeto social, com a obtenção de lucros para a companhia. Nesse ponto, o administrador pode tomar riscos, evidentemente. São decisões que afetam o dia a dia de qualquer companhia. Mas, por outro lado, deve atentar-se às regras que foram estabelecidas para a gestão dos negócios e, especialmente, para a tomada de riscos.".

[102] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 126.

seria a conduta que se poderia razoavelmente esperar do administrador cuja diligência é questionada[103].

Além destes critérios de comparação, a observância ou não de determinados aspectos que compõe uma conduta diligente também devem ser considerados na aferição do cumprimento ou não do respectivo dever. Neste sentido, cabe ao administrador qualificar-se, ou seja, possuir ou adquirir conhecimentos gerais a respeito das atividades desenvolvidas pela sociedade que administra; informar-se[104] na medida do possível para adotar uma decisão refletida e responsável; investigar se as informações disponíveis são suficientes para a adoção da decisão, assim como considerar os fatos e circunstâncias que eventualmente possam causar danos à companhia e adotar as providência para evita-los[105]; monitorar o andamento geral das atividades sociais; e bem administrar a companhia visando atingir o interesse social[106-107].

A influência do direito norte-americano é aqui facilmente percebida. Naquele país, conforme Section 8.30(b) do RMBCA, o dever de diligência é tido como o cuidado que uma pessoa numa mesma posição e em circunstâncias similares razoavelmente entende apropriado[108].

---

[103] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 125.

[104] Quanto ao conteúdo do dever de se informar, "não se pode exigir que os administradores obtenham, quando da tomada da decisão, todas as informações a respeito das operações que serão implementadas, sob pena de a decisão ser adiada a ponto de a companhia poder perder uma oportunidade de negócio. Assim, o conteúdo do dever de buscar informações imposto aos administradores dever ser limitado de modo que as informações exigidas sejam razoáveis e não excessivas." (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico, 2. ed., rev. e atual., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 413).

[105] "Note-se, todavia, que o dever de investigar somente se impõe quando o administrador está diante de circunstâncias específicas que o fazem crer que a companhia está enfrentando algum tipo de risco, isto e, em situação que o deixem em 'estado de alerta'." (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Op. cit.*, p. 414-415).

[106] Tendo em vista que o dever de diligência diz respeito à conduta a ser observada pelo administrador, trata-se ele de uma obrigação de meio, não de resultado, no sentido de que se espera do administrador, ao administrar a companhia, a adoção do comportamento apropriado, com a diligência requerida, para a consecução do fim social, mas não o obriga a efetivamente obter o resultado perseguido (ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 133).

[107] PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 101-131.

[108] "The members of the board of directors or a committee of the board, when becoming informed in connection with their decision-making function or devoting attention to their oversight function, shall discharge their duties with the care that a person in a like position would reasonably believe appropriate under similar circumstances." (AMERICAN BAR ASSOSSIATION, *Op. cit.*, p. 78-79). O Principles of Corporate Governance dispõe na Section 4.01(a) que o *director* deve exercer suas funções "with the care that an ordinarily prudent person would reasonably be expected to exercise in a like position and under similar circumstances." Robert Charles Clark, pela doutrina, assim o resume: "They [directors] must exercise that degree of skill, diligence, and care that a reasonably prudent person would exercise in similar circumstances." (CLARK, Robert Charles, *Op. cit.*, p. 123). E em Graham v. Allis-Chalmers Mfg Co. a Suprema Corte de Delaware o conceituou como "that amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances." (Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Co. 188 A.2d 125).

Em regra, a doutrina norte-americana estuda o dever de diligência sob dos aspectos: dever de adotar decisões (*decision-making function*) e dever de supervisão (*oversight function*)[109].

O primeiro refere-se ao processo de familiarização do administrador com os fatos e circunstâncias que lhe permitirão adotar uma decisão refletida e responsável. O administrador satisfaz tal exigência ao participar das reuniões do conselho; analisar o material que lhe é disponibilizado; questionar demais administradores, diretores e conselheiros; requisitar opinião legal ou parecer técnico sobre o assunto; assegurar-se de que toda a informação disponível lhe foi apresentada; trazer o seu próprio conhecimento sobre o assunto à discussão, dentre tantas outras providências possíveis. Enfim, não há uma única maneira de se informar; o importante é o administrador assegurar-se de que adotou todas as providências possíveis para adotar uma decisão informada[110].

O segundo aspecto (*oversight function*) diz respeito ao dever de contínuo monitoramento dos negócios e atividades da companhia por parte do administrador. Neste sentido, é diligente o administrador que procura se assegurar de que os executivos da companhia executem suas funções gerenciais e cumpram a lei. Deve ele garantir que mecanismos de monitoramento – tais como controles internos e medidas de *compliance* – sejam colocados em prática e monitorá-los. Mas dele não se exige uma conduta proativa, no sentido de que somente deve proceder a uma investigação minuciosa a respeito de determinado assunto se eventos ou circunstâncias o alertarem para isso.

Perceba que os modelos de comparação do RMBCA são os mesmos se colocados lado a lado aos brasileiros (não os previstos na norma exclusivamente, mas também os depurados pela doutrina e jurisprudência). Pelo uso da expressão *person in a like position* o RMBCA quer referir-se à diligência que a pessoa adotaria caso fosse ela administradora da companhia cujo administrador tem seu dever de diligência questionado. E ao combiná-la com a expressão *under similar circumstances*, reconhece que a natureza e extensão da responsabilidade variam de acordo com determinados fatores, como tamanho, complexidade, urgência e localidade das atividades exercidas pela companhia; que a decisão dever ser adotada com base nas informações conhecidas e disponibilizadas ao administrador naquele momento particular; e que a experiência, qualificação e

---

[109] AMERICAN BAR ASSOSSIATION, Corporate Director's Guidebook, 6ª ed., 2012, p. 990.
[110] Corporate Director's Guidebook, *Idem*.

responsabilidades do administrador são relevantes na avaliação da quebra de seu dever de diligência[111].

O RMBCA fala ainda de um terceiro padrão comparativo, o grau de diligência que uma pessoa no lugar de um administrador razoavelmente consideraria apropriado adotar (*would reasonably believe appropriate*). Essa expressão considera como uma pessoa, possuidora dos mesmos atributos minimamente exigidos de um administrador de companhia – bom senso, praticidade e julgamento informado – agiria, no que diz respeito ao grau de cuidado por ela observado, diante de um leque de possíveis opções disponíveis. O grau de diligência é medido pela opção adotada por esta pessoa dentre aquelas disponíveis e, desde que a opção seja racional, o padrão de diligência exigido na Section 8.30(b) será considerado satisfeito[112].

Com efeito, para verificar se o administrador cumpriu ou não o dever de diligência compara-se, *in abstracto*, a partir da análise dos critérios definidos na lei (melhor depurados pela doutrina nacional) e jurisprudência – pessoa numa mesma posição de administrador (*person in a like position*) e em circunstâncias similares (*under similar circumstances*) e, no direito norte-americano, com a razoabilidade que entende apropriada (*would reasonably believe appropriate*) –, a conduta do administrador cuja diligência é questionada com a de um administrador profissional diligente. Vale dizer, verifica-se, diante do caso concreto, se o administrador agiu como *hipoteticamente* agiria outro, profissional, competente, em posição equivalente e em situação e circunstâncias semelhantes.

2.3.1 Dever de obediência: finalidade das atribuições e desvio de poder

O artigo 154 da Lei nº 6.404/76 impõe ao administrador a obrigação de exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem no interesse da companhia e para lograr os fins desta, observando as exigências do bem público e da função social da empresa.

O estatuto define o objeto da companhia: atividade empresarial, não contrária à lei, à ordem pública e aos bons costumes, com fins lucrativos (LSA, art. 2º). O objeto social, portanto, é um limitador da discricionariedade conferida ao administrador no exercício de suas atribuições, na medida em que, "uma vez obrigando-se a companhia

---

[111] BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. The business judgment rule: fiduciary duties of corporate director. 5. ed. New York: Aspen Law & Business, 1998, v. 1, p. 122.

[112] BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A., *Op. cit.*, p. 122.

pelos atos em seu nome praticados por seus dirigentes, é claro que a sociedade anônima só poderá responder por aqueles atos que se enquadram dentro do objeto da sociedade."[113]. O ato que exceder os limites do objeto social será considerado *ultra vires*, e por eles a sociedade em tese não deve responder[114].

Com efeito, o administrador deve exercer a atividade empresarial descrita no estatuto (escopo-meio) com vistas à obtenção e partilha de lucros entre os acionistas da companhia (escopo-fim); estes são os "fins da companhia" a que se refere o art. 154 da lei societária. Isso não significa, contudo, que o administrador é obrigado à obtenção de lucros. O dever de obediência – corolário do dever de diligência – é uma obrigação de meio, não de resultados. O administrador obriga-se a exercer as atribuições conferidas pela lei e pelo estatuto, "com a diligência requerida, para a consecução de determinado fim (no caso, os objetivos da companhia), mas não se obriga pela efetiva obtenção do resultado."[115]. Vale dizer, obriga-se a exercer diligentemente a atividade empresarial descrita no estatuto social *para* obter lucros, mas não se obriga *pela* obtenção de lucros.

Ainda, o *caput* do art. 154 fala em interesse da companhia; trata-se do princípio da prevalência do interesse social. Os §§ 1º e 2º dão concretude a este princípio ao igualar os deveres do administrador eleito por grupo ou classe de acionistas aos mesmos deveres exigidos dos demais administradores (LSA, art. 154, § 1º); ao vedar a prática de ato que diminua o patrimônio social da companhia sem que lhe traga benefício ou vantagem de ordem econômica, pois isso infringiria sua finalidade, que é a obtenção de lucros (LSA, art. 154, § 2º, a)[116]; ao proibir o administrador de tomar por empréstimo, sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, recursos ou bens da companhia, ou usar seus bens, serviços ou crédito, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse ou de terceiros, pois os bens e direitos da companhia devem ser empregados no interesse desta (LSA, art. 154, § 2º, b); e ao proibir que o administrador receba de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo, porque "o administrador, em princípio, deve receber honorários ou benefícios exclusivamente da companhia para a qual presta serviços. Se receber de terceiros, estará sendo possibilitada uma vinculação entre ambos, que poderá prejudicar a companhia onde

---

[113] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Op. cit.* p. 55.
[114] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Idem.*
[115] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 132.
[116] O § 4º do art. 154 da lei societária permite a prática de atos de liberalidade razoáveis, como a filantropia, por exemplo.

atua o administrador. Se esta, no entanto, autorizar a percepção de vantagem, é porque não vê nisso nenhuma fonte de prejuízo."[117]

O interesse da companhia prevalece inclusive sobre seu objeto social, desde que o ato, ainda que não enquadrado perfeitamente no objeto descrito no estatuto, lhe seja vantajoso. O contrário não é verdadeiro: se o ato praticado pelo administrador, ainda que de acordo com o objeto social, contrariar os interesses da companhia, caracterizar-se-á desvio de poder, ficando ele sujeito a responsabilização pelos danos causados[118].

Por fim, a norma dispõe que o administrador deverá atender às exigências do bem público e da função social da empresa no exercício de suas atribuições. Significa que o administrador, ao perseguir o objeto social, deve levar em consideração também interesses externos aos da companhia e de seus acionistas, como os daqueles que nela trabalham e com ela se relacionam, os da comunidade em que está inserida, dentre outros. "Assim, por exemplo, em que pese contrariar os interesses da companhia, as normas de defesa do meio ambiente dever ser observadas, impedindo a instalação de fábrica ante o impacto ambiental lesivo."[119]

2.3.2 Dever de vigilância

Dever implícito que é (LSA, art. 158, §§ 1º e 4º), e desdobramento do padrão geral de diligência, o dever de vigilância exige do administrador que, dentro do âmbito de suas atribuições, tenha conhecimento do andamento geral dos negócios da companhia[120]. O administrador deve estar atento aos atos de seus pares, seus subordinados (gerentes, diretores não-estatutários, mandatários etc.) e membros dos demais órgãos da companhia (conselho fiscal, comitês, etc.). "O dever de vigilância exige que os administradores sejam razoavelmente diligentes de forma a assegurar que os executivos de companhia exerçam suas atribuições gerenciais e observem a lei."[121]

A lei não impõe pró-atividade, no sentido exigir do administrador que supervisione detalhadamente todas as operações rotineiras da companhia, mas pune a inércia se for conivente com a prática de um ato ilícito, se negligenciar em descobri-lo ou

---

[117] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Op. cit.*, p. 57.
[118] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Ibidem*, p. 55.
[119] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *ibidem* p. 57.
[120] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Op. cit.*, p. 417.
[121] Tradução livre de: "The duty of oversight requires that '[d]irectors must exercise reasonable care to see that company executives carry out their managerial responsibilities and comply with the law'." (BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *Op. cit.*, p. 126-127).

se, dele tendo conhecimento, deixar de agir para impedi-lo. Ademais, se no exercício do dever de vigilância, o administrador se deparar "com circunstâncias específicas que o fazem crer que a companhia está enfrentando algum tipo de risco, isto é, em situações que o deixem em 'estado de alerta'"[122], deve ele investigar mais a fundo a questão. Com efeito, "enquanto a função de vigilância demanda inquirição quando suspeitas são encontradas, esse dever não significa uma vigilância constante e não demanda uma vigilância proativa, mas surge tão-somente quanto fatos e circunstâncias de interesse material específico (e.g., evidências de considerável desvio de recursos ou a descoberta de desfalque significativo no estoque) aparecem de forma imprevista."[123]

Por fim, o dever de vigilância exige do administrador que consigne sua divergência em ata do órgão de administração ou comunique outros órgãos societários, sob pena de ser responsabilizado pelo ato ilícito praticado. A consignação da divergência não alcança o administrador que agiu com culpa, isto é, que "tenha pessoalmente prestado concurso, sob qualquer forma, para a concretização do ato, ou se revelado negligente."[124]

2.4 DEVER DE LEALDADE

De maneira ampla e genérica, as clássicas palavras de Paulo Fernando Campos Sales de Toledo bem resumem o dever de lealdade enunciado no artigo 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76: o administrador tem o dever de servir à companhia, e não servir-se dela[125].

A noção de lealdade tem relação com os interesses e fins da companhia[126]. Significa que o administrador deve utilizar os bens e informações da companhia a que tem acesso em razão da posição que ocupa em benefício dela, sobrepondo os interesses desta acima dos de quaisquer acionistas, individualmente considerados ou reunidos em grupo ou classes, assim como de seus próprios interesses ou de terceiros. "Colocado de maneira

---

[122] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Op. cit.*, p. 414-415.

[123] Tradução livre de: "while 'embedded in the oversight function is needed to inquire when suspicious are aroused', '[t]his duty is not a component of ongoing oversight, and does not entail proactive vigilance, but arises when, and only when, particular facts and circumstances of material concern (e.g., evidence of embezzlement at a high level or discovery of significant inventory shortage) suddenly surface'." (BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *Op. cit.*, p. 127-128).

[124] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 182-183.

[125] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Op. cit.*, p. 57-58.

[126] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Ibidem*, p. 57.

simples, os administradores não devem usar sua posição dentro da companhia para auferir lucro ou ganho pessoal ou para obter vantagem a terceiros."[127]

A doutrina norte-americana trata o dever de lealdade basicamente sob dois enfoques: conflito de interesse e usurpação de oportunidade da companhia.[128]. Não foge em essência da divisão feita pela lei societária brasileira, que estabelece um rol mais amplo, porém, não-taxativo, de condutas vedadas ao administrador leal, que podem ser agrupadas da seguinte forma: dever de manter reserva sobre os negócios da companhia e de repressão ao *insider trading*, vedação à usurpação de oportunidades sociais, e administração em conflito de interesses com a sociedade[129].

2.4.1 Dever de manter reserva sobre os negócios da companhia e de repressão ao *insider trading*: dever de sigilo e dever de informar

O dever de manter reserva sobre os negócios da companhia (LSA, art. 155, *caput*) e de repressão ao *insider trading* (LSA, art. 155, §§ 1º a 4º) representam, respectivamente, a faceta genérica e específica do dever de sigilo[130]. A obrigação de reserva impõe-se "quando existir um interesse legítimo da companhia em manter certos fatos em segredo, isto é, sempre que a sua divulgação possa resultar em eventual 'perigo' para a condução dos negócios sociais, ou possa atribuir vantagens a algum concorrente."[131]. Reprimir o *insider trading* significa impedir "a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão 'por

---

[127] Tradução livre de: "Simply put, directors should not use their corporate position to make a personal profit or gain or for other persons advantage." (Corporate Director's Guidebook, *Op. cit.*, p. 1254-1255).

[128] Corporate Director's Guidebook, *Ibidem*, p. 1255-1256.

[129] Classificação adotada por Luiz Felipe Spinelli, segundo o qual "é compatível com a Lei 6.404/1976, a qual, ao prever o dever de lealdade no art. 155, estabeleceu, no *caput*, o dever de manter reserva sobre os negócios da companhia e, em seus incisos, a vedação á usurpação de oportunidades sociais, além de regrar, no art. 156 (o que traz um pouco de assistematicidade à nossa legislação), a atuação em conflito de interesses." (SPINELLI, Luiz Felipe. *Op. cit.*, p. 102-103). Há classificações mais abrangentes, como a de Osmar Brina Corrêa-Lima: (i) situação em que o administrador compete ou concorre com a própria companhia, (ii), existência de conflito de interesses entre administrador e a companhia, (iii), negociação do *insider trading*, (iv) abuso da minoria e (v) venda do controle (CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas. Rio de janeiro: Aide, 1989, p. 75); ou de Alexandre Couto e Silva: (i) conflito de interesse entre o administrador e a companhia, (ii) conflito de interesse entre companhias com administradores comum, (iii)vantagem obtida indevidamente por administrador em oportunidades que pertenciam à companhia, (iv), administrador competindo com a companhia, (v) informações falsas ou indevidas aos acionistas, (vi) negociação do *insider*, (vii) abuso de minoria e (viii) venda de controle (SILVA, Alexandre Couto. *Op. cit.*, p. 19).

[130] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 167-168.

[131] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Op. cit.*, p. 447.

dentro' de seus negócios[132], para transacionar com suas ações *antes* que tais informações sejam de conhecimento do público."[133]

É pressuposto do bom funcionamento do mercado de capitais que todos que dele participam ou desejam participar tenham acesso às mesmas informações. Quem dispõe de informação capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores imobiliários, inacessível aos demais, tem vantagem sobre estes. "Assim, o 'insider' compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo"[134], consequentemente, "o funcionamento eficiente do mercado é prejudicado com o afastamento dos investidores e a atração de simples especuladores."[135]

Por esta razão, a lei determina que o administrador mantenha reserva sobre os interesses da companhia (LSA, art. 155 *caput*); guarde sigilo de informação a que tenha acesso em razão de sua posição, que ainda não tenha sido revelada ao mercado e que possa influir de forma ponderável na cotação dos valores mobiliários da companhia (LSA, art. 155, § 1º); zele para que tais informações não "vazem" através de seus subordinados ou terceiros de sua confiança (LSA, art. 155, § 2º); e impeça que pessoas que tenham tido acesso a informação relevante ainda não divulgada a utilize com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários (LSA, art. 155, § 3º).

Ligado ao dever de sigilo e de reprimir o *insider trading* está o dever de informar previsto no artigo 157 da Lei 6.404/76. Com o primeiro porque o dever de informação não é irrestrito, pois em certas condições a revelação de determinados fatos poderia prejudicar a própria companhia, devendo ser mantidos em sigilo[136]. Com o segundo porque, apesar de o administrador poder comprar e vender ações de emissão da companhia, não pode fazê-lo se se utilizar de informação confidencial e relevante[137].

Neste sentido, o dever de informar compreende as informações que devem ser prestadas aos acionistas, que se dividem no dever de declaração no termo de posse (LSA,

---

[132] Luiz Felipe Spinelli anota que "a proibição do uso de informações privilegiadas, atualmente, não incide apenas sobre aqueles sujeitos que estão por dentro dos negócios da sociedade (*inside the company*), mas sobre qualquer pessoa, mesmo que não tenha vínculo com a sociedade – ou seja, não necessariamente um fiduciário –, que tenha tido acesso a informação ainda não divulgada (art. 155, § 4º)." (SPINELLI, Luiz Felipe, *Op. cit.*, p. 127).

[133] EIZIRIK, Nelson. "Insider trading" e a responsabilidade de administrador de companhia aberta. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, 50/43.

[134] EIZIRIK, Nelson, *Op. cit.*, p. 43.

[135] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 169.

[136] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Ibidem*, p. 177.

[137] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Op. cit.*, p. 463.

art. 157 *caput*) e dever de revelação à assembleia geral ordinária (LSA, art. 157, §§ 1º e 2º), e as que devem ser prestadas ao mercado, com o dever de comunicação e divulgação de informações que possam influir no mercado de capitais de uma forma geral (LSA, art. 157, § 4º).

As informações prestadas aos acionistas permitem identificar, de acordo com o número e espécie de valores mobiliários de que é titular (LSA, art. 155 *caput*), se o administrador é também acionista controlador (caso em que acumulará os deveres impostos àquele – LSA, art. 117, § 3º) ou com ele tem algum vínculo ou relação, ou se existe alguma situação de interesses conflitantes aos da companhia (LSA, art. 157, § 3º). Além disso, por força do § 6º da norma, que obriga o administrador a informar imediatamente à CVM, à companhia e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado as modificações em suas posições acionárias na companhia, facilita-se o combate ao *insider trading*. Enfim, as informações prestadas aos acionistas instrumentalizam seu direito de fiscalizar a administração social.

O dever de prestar informações ao mercado (LSA, art. 157, § 4º) consagra o princípio do *full disclosure*, segundo o qual a revelação de informações precisas e de maneira imediata permite ao investidor melhor avaliar a oportunidade de negociar ou não os valores mobiliários emitidos pela companhia. Protege-se, assim, o mercado, cujo pressuposto ao eficiente funcionamento, como dito antes, é o nível e igualdade de informações disponível a todos que dele participam ou pretendem participar. O *full disclosure*, contudo, encontra seus limites no dever de sigilo, possibilitando ao administrador a "recusa de prestação de informações à assembleia, ou sua não-divulgação ao mercado, nas hipóteses em que a revelação puser 'em risco interesse legítimo da companhia'"[138], competindo à CVM decidi-lo (LSA, art. 157, § 5º).

Simplificando brilhantemente essa relação entre o dever de sigilo e dever de informar que a lei impõe ao administrador, Osmar Brina Corrêa-Lima diz: "O seu único dever é o de lealdade. Às vezes, só será leal se guardar sigilo. Outras vezes, a lealdade lhe imporá informar amplamente."[139]

2.4.2 Vedação à usurpação de oportunidade da companhia

---

[138] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Op. cit.*, p. 65.
[139] CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Op. cit.*, p., 82.

O artigo 155, I a III, da Lei nº 6.404/76, consagra a *corporate opportunity doctrine* do direito norte-americano. O julgado mais emblemático sobre o tema naquele país é *Guth v. Loft, Inc.*[140], caso em que o presidente da Loft, Inc. – empresa cujo objeto social envolvia, entre outras atividades, produção de xarope de cola – obteve o registro da marca e da fórmula da Pepsi-Cola, e usou recursos da Loft para desenvolver e promover o refrigerante Pepsi em proveito próprio, sem oferecer a oportunidade que o negócio apresentava à empresa que presidia. De acordo com a Suprema Corte de Delaware, "se se apresenta a um administrador ou diretor uma oportunidade comercial que a companhia é financeiramente capaz de empreender, que por sua natureza está de acordo com a linha de negócios da companhia e lhe pode ser proveitosa, sobre a qual tem ela interesse ou razoável expectativa de interesse, e, ao abraçá-la, o administrador ou diretor nela interessado se veja em conflito entre seu interesse particular e o da companhia, a lei não lhe permitirá aproveitá-la para si próprio."[141]

Com efeito, o administrador usurpa uma oportunidade comercial da companhia que administra quando: (i) a companhia tem condições econômico-financeiras para explorar a oportunidade; (ii) a oportunidade faz parte da linha de negócios praticados pela companhia e se lhe apresenta vantajosa; (iii) a companhia tem interesse real ou potencial em relação à oportunidade; e, (vi) ao apropriar-se da oportunidade para si, o administrador coloca seus interesses à frente aos da companhia.

Estabelecer se uma oportunidade deve ou não ser oferecida à companhia antes de aproveitada pelo administrador depende de diversos fatores, como as circunstâncias em que o administrador teve dela conhecimento, o significado da oportunidade para a companhia e o grau de interesse que nela possui, se a oportunidade tem relação com seus negócios existentes ou futuros (previstos), se existe motivo razoável para esperar que o administrador lhe apresentasse a oportunidade antes de dela se aproveitar, dentre outros[142]. Para aferir a presença destes fatores, a jurisprudência norte-americana desenvolveu três testes[143]: (i) teste do interesse ou expectativa ("*interest or expectancy*" *test*), que proíbe o administrador de aproveitar oportunidade em que a companhia tenha interesse ou

---

[140] Guth v. Loft, 5 A.2d 503.

[141] Tradução livre de: "if there is presented to a corporate officer or director a business opportunity which the corporation is financially able to undertake, is, from its nature, in the line of the corporation's business and is of practical advantage to it, is one in which the corporation has an interest or a reasonable expectancy, and, by embracing the opportunity, the self-interested officer or director will be brought into conflict with that of his corporation, the law will not permit him to seize the opportunity for himself." (Guth v. Loft, *Op. cit.*, p. 511).

[142] Corporate Director's Guidebook, *Op. cit.*, p. 994-995.

[143] Miller v. Miller, 222 N.W.2d, p. 71.

expectativa de interesse decorrente de um direito ou relação preexistente; (ii) teste da linha de negócios ("*line of business*" *test*), o qual caracteriza uma oportunidade como pertencente à companhia se for ela intimamente relacionada aos negócios desenvolvidos ou em vias de ser desenvolvidos pela companhia; e (iii) teste e honestidade ("*fairness*" *test*"), pelo qual o administrador deve comprovar que não agiu de forma desleal ao se aproveitar do negócio, se estabelecido que este é intimamente ligado aos negócios desenvolvidos ou em vias de ser desenvolvidos pela companhia ("*line of business*" *test*).

Com o intuito de coibir tal conduta, a lei societária brasileira proíbe o administrador de "usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo" (LSA, art. 155, I). E andou bem ao expressamente consignar a expressão "com ou sem prejuízo para a companhia", diante da dificuldade em se provar o dano decorrente de uma chance perdida, muitas vezes incerto e remoto[144].

Além disso, não é permitido ao administrador "omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia" (LSA, art. 155, II). Cautela, contudo, não implica omissão. O administrador que, por cautela, não aproveita oportunidade de negócio em favor da companhia, não deve ser responsabilizado, a não ser que tal oportunidade se mostrava evidente e incontroversa[145], caso em que terá sido omisso.

Por fim, não pode o administrador "adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir" (LSA, art. 155, III). A revenda com lucro, contudo, não é condição ao descumprimento do dever de lealdade; somente "é justificável nas hipóteses em que o bem for posteriormente revendido à companhia", na medida em que "não poucas vezes, para evitar que um bem necessário à companhia seja adquirido por terceiro, o próprio administrador antecipa-se e, como autêntico fiduciário, adquire-o em seu próprio nome, para, depois de obtidas as devidas autorizações (...) revendê-lo sem lucro à companhia."[146]. Com efeito, se o administrador adquire bem necessário ou de interesse da companhia para doá-lo a terceiro ou mantê-lo em seu patrimônio, viola o dever de lealdade como previsto no inciso I do artigo 155 ("usar, em benefício próprio ou de outrem, *com ou sem prejuízo para a companhia*, as

---

[144] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 155.

[145] CAMPOS BATALHA, Wilson de Souza. Comentários à lei das sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Forense, 1977, v. 2, p. 704-705.

[146] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 156

oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo”), pois aquisição de bem necessário ou de interesse da companhia pode ser igualada à hipótese de uso indevido de oportunidade comercial[147].

2.4.3 Atuação em conflito de interesses

O interesse da companhia é meramente patrimonial, enquanto o interesse do administrador é pessoal, direto ou indireto, econômico ou não[148]. Há conflito quando a conduta do administrador possa ser influenciada em sentido contrário ao interesse da companhia. O simples fato de o administrador ter interesse em determinada transação não significa que tal transação necessariamente seja prejudicial à companhia; deve haver, concretamente, o sacrifício do interesse desta em favor do interesse pessoal daquele. Com efeito, a percepção do conflito de interesses entre o administrador e a companhia somente é possível mediante análise dos fatos à luz do caso concreto e de prova do prejuízo, vale dizer, é substancial[149].

Tal entendimento acompanha posicionamento mais moderno adotado no direito norte-americano, segundo o qual “Nos dias de hoje, contudo, transações com conflito de interesses, inclusive transações entre companhias com um ou mais administradores em comum não são automaticamente anuláveis. Essa regra reconhece que algumas transações em que há interesse do administrador ‘não são inerentemente prejudiciais à companhia’.”[150]. A presença de um conflito de interesse em si não é necessariamente algo ruim e censurável, mas sim a forma como o administrador lida com a situação conflitante.

---

[147] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 157.

[148] Vide Capítulo 1, item 1.2.

[149] Não se pretende neste trabalho adentrar no amplo debate sobre conflito de interesse formal x material. Filia-se aqui ao entendimento defendido por Erasmo Valladão Azevedo Novaes e França (Conflito de interesses nas assembleias de S.A, São Paulo: Malheiros, 1993, p. 96-97; Conflito de interesse: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 128, out./dez. 2002, p. 229-230), Luiz Gastão Paes de Barros Leães (Vícios em assembleia geral ordinária. *In*: Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas, São Paulo: RT, 1989, p. 167), Rodrigo Ferraz Pimenta da Cunha (Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos, São Paulo, Quartier Latin, 2007, p. 290), Wilson de Souza Campos Batalha (*Op. cit.*, v. 2, p. 707-708); fazendo ressalva a respeitáveis posicionamentos em sentido contrário, entendendo que se trata de hipótese de conflito formal: Calixto Salomão Filho (nota de atualização 72 ao livro de Fábio Konder Comparato, *Op. cit.*, p. 390) e Modesto Carvalhosa (Comentários à lei de sociedade anônima, 4. ed., São Paulo: Saraiva, 2002, v. 2, p. 819, e v. 3, p. 314).

[150] Tradução livre de: “Today, however, conflict of interest transactions, including transactions between corporations having one or more common directors are not automatically voidable. This rule recognizes that some interested directors transactions ‘are not inherently detrimental to a corporation’.” (BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *Op. cit.*, p. 266).

A jurisprudência das cortes de Delaware não veda transações em que há interesse pessoal do administrador, desde que aprovadas por um órgão decisório neutro[151]. Com efeito, a lei societária daquele estado (Delaware General Corporation Law) codificou tal princípio ao prever na Seção 144(a) que nenhum contrato ou transação entre uma companhia e um ou mais de seus administradores, ou entre companhias que possuam um ou mais administradores em comum, ou que no contrato ou transação tenham estes algum interesse econômico, de cuja deliberação participaram e/ou nela votaram, será por isso anulável, desde que todos os fatos (fatos, informações, documentos, etc.) referentes ao contrato ou transação e ao relacionamento ou interesse do administrador sejam conhecidos ou disponibilizados (i) ao conselho de administração ou comitê competente, e estes, de boa-fé, autorizem a operação pelo voto da maioria dos membros que nela não tenham interesse; ou (ii) aos acionistas com direito a voto, e a operação específica seja por eles de boa-fé aprovada; ou (iii) a operação seja justa à companhia quando de sua autorização, aprovação ou ratificação pelo conselho de administração, comitê ou acionistas[152].

No entanto, doutrina e jurisprudência norte-americana têm entendido que tão-só o procedimento estabelecido na Seção 144(a) da lei societária de Delaware não é suficiente para validar a operação em que o interesse do administrador é conflitante ao da companhia. Recomendam que "situações em que um administrador possa ter interesse conflitante ou sua lealdade dividida (…), o melhor caminho normalmente a ser seguido é o de administrador divulgar os fatos e circunstância relacionados à conduta que possivelmente comprometam sua independência ou objetividade, e na sequencia retirar-se da reunião (ou, alternativamente, abster-se da deliberação e da votação)"[153], consequentemente, "a conduta

---

[151] "The key to upholding an interested transaction is the approval of some neutral decision-making body." (Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d, p. 1170).

[152] § 144 Interested directors; quorum.

(a) No contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors or officers, or between a corporation and any other corporation, partnership, association, or other organization in which 1 or more of its directors or officers, are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason, or solely because the director or officer is present at or participates in the meeting of the board or committee which authorizes the contract or transaction, or solely because any such director's or officer's votes are counted for such purpose, if:

(1 The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or

(2) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the stockholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the stockholders; or

(3 The contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee or the stockholders.

[153] Tradução livre de: where a director may have a conflicting interest or a divided loyalty (…), the better course to follow is usually for the director to disclose the conduct-related facts and circumstances

do administrador relacionada ao assunto muito provavelmente estará além de questionamentos"[154]. Além disso, se a operação tida como conflitante for aprovada por uma maioria de acionistas, não podem eles ter sobre ela qualquer interesse (*disinterested stockholders*)[155]. O efeito prático da aprovação pela maioria desinteressada dos acionistas é a inversão do ônus da prova da justiça da operação do administrador cujo dever de lealdade é questionado para os demandantes que o questionam[156].

As disposições da Lei 6.404/79 são semelhantes às do direito norte-americano. Por aqui, o administrador que tem interesse conflitante com o da companhia em determinada operação nela não pode intervir ou de sua deliberação participar, devendo cientificar seus pares de seu impedimento e consignar na ata de reunião do órgão de que faz parte a natureza e extensão de seu interesse (LSA, art. 156 *caput*). A norma brasileira tem o mesmo propósito da norte-americana: que a decisão sobre a operação conflitante seja tomada por administradores desinteressados[157]. Por administrador desinteressado entende-se "como aquele que não tem interesse financeiro na operação em questão e nem relação familiar, financeira, profissional ou de emprego com aquele que tem interesse financeiro contraposto ao da sociedade – já que tal vínculo poderia exercer influência no seu julgamento quando da deliberação."[158]

Além disso, a lei acionária brasileira permite, pela aplicação do artigo 121, que a assembleia geral aprove operação em que haja conflito de interesse do administrador, na medida em que é ela órgão competente "para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento" e por não se tratar tal matéria de competência privativa do conselho de

---

posing the possible compromise of his or her independence or objectivity, and then to withdraw from the meeting (or, in the alternative, to abstain from the deliberations and voting" (Committee on Corporate Laws, Changes in the Model Business Corporation Act - Amendments Pertaining to Electronic Filings/Standards of Conduct and Standards of Liability for Directors Report, 53 Bus. Law 157, 1997-1998, p. 185).

[154] Tradução livre de: "the director's conduct respecting the matter will in all likelihood be beyond challenge." (*In re* Tri-Star Picture, Inc., Litigation, 634 A.2d, p. 319).

[155] "*The Delaware statute does not on its face mandate disinterested shareholder approval, but the Delaware Supreme Court has held that shareholder approval of interested director transaction 'must come from a majority of the disinterested stockholders.*" (BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *Op. cit.*, p. 275; Williams v. Geier, 671 A.2d 1368, p. 1381).

[156] Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., *Op. cit.*, p. 1203.

[157] Cabe aqui a ressalva feita por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Modesto Carvalhosa, para os quais a participação do acionista interessado, a menos que tenha sido essencial, não anula a deliberação, o que poderia também ser estendido ao administrador com interesse pessoal na operação (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Invalidade das deliberações de assembleia das S.A., São Paulo: Malheiros, 199, p. 117. CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei das sociedades anônimas, 4. ed., São Paulo: Saraiva, 2002, p. 417-418). Tal posicionamento se alinha com o direito norte-americano, em que a operação aprovada por maioria de *disinterested directors*, ainda que com a participação do administrador na respectiva deliberação, preenche os requisitos legais.

[158] SPINELLI, Luiz Felipe, *Op. cit.*, p. 216.

administração[159]. Com efeito, ainda que o administrador interessado na operação nela intervenha ou sobre ela delibere, sua aprovação pelo voto dos acionistas desinteressados supre o procedimento previsto no *caput* do artigo 156 da Lei 6.404/76[160].

Revelando certa assistematicidade da lei, está presente também aqui nas disposições sobre conflito de interesse normas relativas ao dever de informar. Dispõe o artigo 156 que cumpre ao administrador cientificar seus pares – ou sócios, caso a operação seja colocada à aprovação da assembleia geral – de seu impedimento e consignar em ata a natureza e extensão de seu interesse. O registro em ata tem função fiscalizatória, vale dizer, permite verificar a "conduta dos demais administradores, colegas do impedido, à luz dos critérios de diligência e lealdade"[161] na medida em que "constrange os partícipes da deliberação a atuarem com lisura e lealdade para a companhia."[162]. Natureza e extensão do interesse são, respectivamente, o nexo causal que vincula o administrador ao negócio e sua medida quantitativa[163], devendo ele expor ainda os benefícios que auferirá, as condições em que se vai operar (preço, forma de pagamento, obrigações das partes, etc.) e os impactos à companhia em termos de concorrência, mercado, investimento etc.

Por fim, dispõe a norma que a operação – não só o contrato[164] – em que o administrador tem interesse conflitante ao da companhia deve ser contratada em condições razoáveis e equitativas (LSA, art. 156, § 1º). Devem ser comparadas as condições de contratação da operação em que há interesse do administrador, ou dela seja ele parte, com as verificadas no mercado. Trata-se aqui da prova da justiça da operação antes referida (*fairness test*), que consiste no preço justo e na justa negociação[165], além de sua utilidade para a companhia, no sentido de concretização de seu objeto social, útil quando não houver operação semelhante no mercado a servir de comparação.

---

[159] WALD, Arnold. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflito de interesses, Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, 11/13-30, Ano 4, São Paulo, janeiro-março/2001, p. 25-27.

[160] SPINELLI, Luiz Felipe, *Op. cit.*, p. 225.

[161] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 149.

[162] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Idem*.

[163] "Por exemplo: César tem 60% das ações da companhia que vai lucrar na operação que completará com a S/A de que é ele diretor. Na hipótese, as ações são a natureza do vínculo causal e os 60%, ou qualquer outro percentual, a extensão da medida de seu interesse." (CARMO, Eduardo de Souza. Relações jurídicas na administração das sociedades anônimas, Rio de Janeiro: Aide, 1988, p. 134).

[164] "Entretanto, acreditamos ser necessária a realização de uma interpretação extensiva do dispositivo, devendo *qualquer operação* (como o próprio *caput* do dispositivo legal dispõe) realizada em conflito de interesses ser razoável e equitativa. E assim se entende porque tal medida é adotada pelo legislador brasileiro justamente para evitar a influência indireto do administrador em conflito de interesses (apesar de que, não resta dúvida, também serve de tutela contra a influência direta do referido sujeito." (SPINELLI, Luiz Felipe, *Op. cit.*, p. 232).

[165] Vide nota 290 abaixo.

A operação realizada em desrespeito ao procedimento previsto no artigo 156 da lei 6.404/76 – e não só o contrato em que o administrador interessado é parte[166] – é anulável, o que permite a ratificação do ato pelo conselho de administração ou pela assembleia geral, e o lucro auferido pelo administrador que dela se beneficiou em detrimento ao interesse da companhia deverá a esta ser transferido (LSA, art. 156, § 2º), além de ser responsabilizado por eventuais perdas e danos causados ao patrimônio social (LSA, art. 158).

[166] Pelos mesmos motivos expostos na nota 154.

3 A *BUSINESS JUDGMENT RULE*

3.1 NOTA HISTÓRICA

A *business judgment rule* desenvolveu-se na jurisprudência norte-americana concomitantemente ao debate sobre a definição do grau de diligência e cuidado exigidos por lei dos administradores, e da responsabilidade decorrente de tais deveres a eles imposta.

A primeira noção daquilo que se compreende hoje por *business judgment rule* no Direito norte-americano[167] remonta ao século XIX, com o julgamento do caso *Percy v. Millaudon* pela Suprema Corte de Louisiana em 1829, em que acionistas do Planter's Bank processaram três de seus administradores por conduta desleal e fraudulenta porque, dentre outras acusações, permitiram que o presidente da instituição promovesse o desconto indevido de diversos títulos, provocando significativo desfalque nos fundos do banco. Sobre esse ponto em particular – e que interessa ao escopo deste trabalho –, a opinião da corte veio expressada no voto do juiz Porter, que convém aqui reproduzir pela sua relevância histórica:

> A primeira acusação é a permissão, dada ao presidente e ao caixa, para descontar títulos sem a intervenção e consentimento de quatro administradores, como exigido pela 10ª seção do ato de incorporação.
> Antes de proceder à análise das evidencias, sobre as quais a acusação vem amparada, e os efeitos que em nosso julgamento elas devem produzir, é prudente averiguar, e determinar, o grau de cuidado e diligência que a lei exige dos requeridos, no exercício do *trust* enquanto administradores do banco, e quais responsabilidades tal situação lhes impõe.
> Neste aspecto, apesar de haver alguma, não acreditamos que haja muita dificuldade. Eles são agentes ou mandatários dos acionistas, e como tal assumem a gestão de seus negócios, de acordo com as regras prescritas pelas leis e estatutos que os regem. (...) A única forma correta de verificar se houve falta de um agente é investigar se ele negligenciou o exercício daquele cuidado e diligência necessários ao bem sucedido cumprimento dos deveres impostos a ele. Tal cuidado e diligência dependem da natureza daquilo que assume. Há muitas coisas que, na sua gestão, requerem a máxima diligência, e minuciosa atenção, em que o agente que assume a condução torna-se responsável pela menor ato de negligência. Há outras onde presume-se que os deveres impostos requerem nada mais do que cuidado e atenção ordinários, e que a observância deste grau de diligência é suficiente.
> Os administradores de bancos, quanto à natureza daquilo que assumem, enquadram-se na última categoria mencionada no que diz respeito ao cumprimento de seus deveres ordinários. Não está contemplado em quaisquer disposições, que foram trazidas à nossa análise, ou trazidas pelo Banco Planter, que eles deveriam dedicar todo seu tempo e atenção à instituição para a qual foram designados, e resguarda-la de prejuízo através de uma constante supervisão. (...) Se nada chegou ao conhecimento deles, que levante suspeitas de infidelidade do presidente e do caixa, atenção ordinária para os assuntos da companhia é suficiente. Se eles tinham familiaridade com qualquer

[167] A relutância de juízes reverem *a posteriori* decisões tomadas por administradores vem desde a Inglaterra do século XVIII, no julgamento do caso *Charitable v. Sutton*, em 1742.

> fato que chamaria a atenção de um homem prudente, um grau de diligência proporcional ao mal a ser evitado seria exigido, e a falta desta diligência certamente faz deles responsáveis.
> (...)
> Não há dúvidas de que se a operação a ser negociada pressupõe o exercício de um tipo de conhecimento específico, uma pessoa que aceite a função de mandatário, totalmente ignorante quanto ao seu objeto, não poderia se escusar sob o fundamento de que cumpriu seus deveres com fidelidade e diligência. (...) Mas quando a pessoa indicada tem a qualificação necessária ao cumprimento dos deveres ordinários impostos pelo *trust*, somos da opinião de que, na ocorrência de dificuldades ao seu exercício, que limitam as escolhas, a adoção de um caminho que resulta em perdas não pode fazer do agente responsável, se se tratar de um erro que uma pessoa prudente também cometesse. A tese contrária nos parece o mesmo que admitir pressupor a posse, e exigir o exercício, de uma sabedoria perfeita em situações falíveis. Nenhum homem se sujeitaria a prestar serviços a outro em condições tão severas. (...) O teste de responsabilidade, portanto, deveria ser não a certeza do conhecimento dos outros, mas a posse de um conhecimento ordinário; e pela demonstração de que o erro do agente é de tamanha gravidade que um homem comum, de atenção ordinária, não teria cometido.[168]

---

[168] Tradução livre de: "The first charge is the permission, given to the president and cashier to discount paper without the intervention and assent of four directors, as required by the 10th section of the act of incorporation.

Before proceeding to state the evidence, by which this charge is supported, and the effect to which in our judgment it should be entitled, it will be well to ascertain, and settle, the degree of care and diligence which the law required in the defendants, while exercising the trust of bank directors, and what responsibility such situation imposed on them.

On this point, though there is some, we do not conceive there is much difficulty. They were agents or mandataries of the stockholders, and as such undertook the management of its affairs, according to the rules prescribed by their charter, and by the by-laws made in pursuance thereof. (…) The only correct mode of ascertaining whether there was fault in an agent is by inquiring whether he neglected the exercise of that diligence and care, which was necessary to a successful discharge of the duty imposed on him. That diligence and care must again depend on the nature of the undertaking. There are many things which, in their management, require the utmost diligence, and scrupulous attention, and where the agent who undertakes their direction, renders himself responsible for the slightest neglect. There are others, where the duties imposed are presumed to call for nothing than ordinary care and attention, and where the exercise of that degree of care suffices.

The directors of banks from the nature of undertaking, fall within the class last mentioned, while the discharge of their ordinary duties. It is not contemplated by any of the charters, which have come under our observation, and it was not by that of the Planter's Bank, that they should devote their whole time and attention to the institution to which they are appointed, and guard it from injury by constant supurintendance. (…) If nothing has come to their knowledge, to awaken suspicion of the fidelity of the president and cashier, ordinary attention to the affairs of the institution is sufficient. If they became acquainted with any fact calculated to put prudent men on their guard, a degree of care commensurate with the evil to be avoided is required, and a want of that care certainly makes them responsible.

(…)

It is no doubt true, that if the business to be transacted, presupposes the exercise of a particular kind of knowledge, a person who would accept the office of mandatary, totally ignorant of the subject, could not excuse himself on the ground that he discharged his trust whit fidelity and care. (…) But when the person who is appointed attorney in fact, has the qualifications necessary for the discharge of the ordinary duties of the trust imposed, we are of opinion that on the occurrence of difficulties, in the exercise of it, which offer only a choice of measures, the adoption of a course from which loss ensues can not make the agent responsible, if the error was one into which a prudent man might have fallen. The contrary doctrine seems to us, to suppose the possession, and require the exercise, of perfect wisdom in fallible means. No man would undertake to render a service to another on such severe conditions. (…) The test of responsibility therefor should be, not the certainty of wisdom in others, but the possession of ordinary knowledge; and by showing that the error of the agent is of so gross a kind, that a man of common sense, and ordinary attention, would not have fallen into it." (MARTIN, Fraois Xavier; HARRISON, Jesse Burton. Condensed reports of cases in the Superior Court of the Territory of Orleans and in the Supreme Court of Louisiana, vol. IV. New Orleans: E. Johns & Co., Stationer's Halls, 1840, p. 432-435, disponível em https://archive.org/details/condensedreport04courgoog, acessado em 14/11/2013).

As premissas para o desenvolvimento jurisprudencial e construção doutrinária da *business judgment rule* estavam lançadas: para responsabilizar o administrador pelos danos decorrentes de uma decisão tomada no exercício de suas funções e competências, deve-se provar a prática de ato inadmissível ao homem comum, que não o praticaria em condições semelhantes[169].

A esta seguiram-se outras decisões, de diferente cortes, como a proferida no caso *Godbold v. Branch Bank* pela Suprema Corte do Alabama em 1847. Nele discutiu-se a possibilidade de os membros do conselho de administração, que aprovaram uma remuneração anual extra a um de seus companheiros para exercer funções de agente do banco em determinados assuntos – cumulação posteriormente considerada imoral –, serem condenados a restituir aos cofres da instituição o montante pago. A partir deste julgamento, elementos da corrente formulação da *business judgment rule* como boa-fé, fraude e interesse da companhia, começaram a aparecer de forma mais explícita, como é possível perceber já na ementa do julgado:

> 1. Administradores de banco não são responsáveis por prejuízo ao banco, causado por seus atos, originados de erro de julgamento, ao não ser que o ato seja de tal forma errado que justifique a imputação de fraude, ou a carência de conhecimento necessário para o cumprimento da obrigação por eles assumidas, ao aceitar a relação de agência.
> 2. A remuneração a um membro do conselho de administração, por serviços extras na qualidade de agente do banco, apesar de ilegal, não é um ato que expõe o administrador a responsabilidade, se praticado de boa-fé, e com o a intenção honesta de beneficiar o banco.[170]

O voto explica a essência da regra – a falibilidade humana:

> A tarefa implica um conhecimento competente dos deveres de agência assumidos por eles, assim como a garantia de que diligentemente fiscalizarão, vigiarão e protegerão os interesses da instituição comprometida com seus cuidados. Em nosso julgamento eles não afirmam que possuem uma perfeita compreensão dos áridos assuntos que podem chegar ao conhecimento deles, que não podem errar, ou se equivocar, tanto em discernimento quanto legalidade dos meios por eles empregados. Para precisar tal extremo rigor de compreensão deste ou qualquer outra classe de agentes, aos quais deve ser atribuído grande grau de discricionariedade na escolha de meios, seria manifestamente errado, como frequentemente acontece, quando mesmo depois de adotados máxima precaução e cuidado, o melhor caminho não é escolhido, e perdas ocorrem, as quais, como os eventos mostrariam, poderiam ter sido evitadas. A tendência inevitável desse tipo de regra seria

---

[169] SILVA, Alexandre Couto. *Op. cit.*, p. 141.

[170] Tradução livre de: "1. Directors of a bank are not responsible for an injury to the bank, caused by their act, originating in an error of judgment, unless the act be so grossly wrong as to warrant the imputation of fraud, or the want of the necessary knowledge for the performance of the duty assumed by them, on accepting the agency. 2. The giving compensation to a member of the bowl of directors, for extra services as an agent of the bank, though unlawful, is not such an act as will expose the directory to liability, if done in good faith, and with the honest intent of benefitting the bank." (Reports cases argued and determined in the Supreme Court of Alabama, vol. XI. Tuscaloosa: Printed by M. D. J. Slade, 1847, p. 1).

> hostil ao fim por ela proposto, considerando que nenhum homem de prudência ordinária aceitaria um encargo delineado por tais riscos.[171]

Três anos mais tarde, outra decisão de grande relevância ao amadurecimento e consolidação da *business judgment rule* foi proferida pela Suprema Corte de Rhode Island no julgamento do caso *Hodges v. New England Screw Co.* Num esforço para salvar a New England Screw Company, seus administradores aprovaram a aquisição de ações e tomada de empréstimos junto a outra companhia, operação vedada pelo seu estatuto e que ao final resultou em perdas para a própria New England. Não obstante a vedação estatutária e os prejuízos verificados, a corte entendeu que os administradores agiram de boa-fé e no melhor interesse da companhia, razão pela qual os isentou de responsabilidade pelos danos causados:

> Considerando a questão da responsabilidade pessoal dos administradores, portanto, nós assumimos que eles violaram o estatuto da Screw Company. A questão então será, tal violação resultou de um equívoco em relação aos seus poderes, e se foi, eles se equivocaram por ausência do devido cuidado, cuidado tal qual um homem comum prudente emprega em seus próprios negócios. Se se trata de um equívoco que o devido cuidado teria evitado, eles devem ser considerados responsáveis. Se, por outro lado, se tratar de um equívoco que os administradores cometeram não obstante terem adotado os devidos cuidados, e se eles agiram de boa-fé e para o benefício da Screw Company, eles não devem ser considerados responsáveis.[172]

E confirmou o entendimento quando do julgamento da apelação, ao afirmar que um "Board of Directors acting in good faith and with reasonable care and diligence, who nevertheless fall into a mistake, either as to law or fact, are not liable for the consequences of such mistake."[173].

---

[171] Tradução livre de: "The undertaking implies a competent knowledge of the duties of the agency assumed by them, as well as a pledge that they will diligently supervise, watch over, and protect the interests of the institution committed to their care. They do not in our judgment undertake, that they possess such a perfect knowledge of the matters arid subjects which may come under their cognizance, that they can not err, or be mistaken, either in the wisdom or legality of the means employed by them. To exact such extreme accuracy of knowledge from this or any other class of agents, to whom of necessity a large discretion in the choice of means must be entrusted, would be manifestly wrong, as it must frequently happen, that after the utmost circumspection and caution, the best possible course would not be pursued, and a loss be sustained, which as the event would show, might have been avoided. The inevitable tendency of such a rule, would be hostile to the end proposed by it, as no man of ordinary prudence would accept a trust surrounded by such perils." (*Reports and cases… Op. cit.*, p. 18).

[172] Tradução livre de: "In considering the question of the personal responsibility of the directors, therefore, we shall assume that they violated the charter of the Screw Company. The question then will be, was such violation the result of mistake as to their powers, and if so, did they fall into this mistake form want of proper care, such care as a man of ordinary prudence practices in his own affairs. For, if the mistake be such as with proper care might have been avoided, they ought to be liable. If, on the other hand, the mistake be such as the directors might well make notwithstanding the exercise of proper care, and if they acted in good faith and for the benefit of the Screw Company, they ought not to be liable." (ARSHT, S. Samuel. The Business Judgment Rule Revisited, 8 HoFSTRA L. REV. 93, 1979, p. 99).

[173] ARSHT, S. Samuel. *Op. cit.*, p. 99.

A partir destes casos paradigmáticos – e tantos outros que os seguiram – desenvolveu-se na jurisprudência norte-americana a tese de que o administrador, ao tomar uma decisão negocial, não será responsabilizado por eventuais danos dela decorrentes se agiu de boa-fé, devidamente informado, com independência e desinteresse, sem abuso de discricionariedade e visando aos interesses da companhia.

3.2 DEFINIÇÃO

A formulação de um conceito preciso para a *business judgment rule* encontra alguma dificuldade tendo em vista que, em oposição à tradição brasileira, a doutrina norte-americana é avarenta em definições. Como bem anotado por Robert W. Hamilton durante os trabalhos conduzidos pela American Bar Association para a revisão do Model Business Corporation Act, "Nós estamos dizendo que existe uma *business judgment rule*, que nós sabemos o que é e quando deve ser aplicada, mas não conseguimos defini-la."[174]

Tratando-se de uma regra forjada na jurisprudência daquele país, o exame a partir de alguns casos paradigmáticos servirá de ponto de partida à melhor compreensão de sua corrente formulação. As cortes de Delaware são as mais indicadas à tarefa, considerando que mais de 50% das empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque e 64% das companhias presentes na lista da Fortune 500 estão registradas naquele estado[175], concentrando os casos mais relevantes e complexos, assim como os juízes mais bem qualificados em matéria societária nos Estados Unidos[176].

3.2.1 Construção jurisprudencial

Aronson v. Lewis[177], julgado pela Suprema Corte de Delaware em 1984, é dos precedentes mais lembrados quando o assunto é a *business judgment rule*[178] devido à formulação nele adotada para a regra.

---

[174] Tradução livre de: "We are saying that there is a business judgment rule, that we know what it is and when it should be applied, but we can't define it." (*Apud* GEVURTZ, Franklin A. The Business Judgment Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion, 67 S. Cal. L. Rev. 287 1993-1994, p. 289-290).

[175] Disponível em http://www.corp.delaware.gov/aboutagency.shtml, acessado em 14/05/2013.

[176] BAINBRIDGE, Stephen M. The Business Judgment Rule Revisited, 57 Vand L. REV. 83, 2004, p. 120-121.

[177] Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805.

[178] "Indeed, Aronson is most widely cited for its articulation of the business judgment rule (…)." (Skeel, David A. The Accidental Elegance of Aronson v. Lewis, University of Pennsylvania Law School, 2007, p. 27).

Tratou-se de uma ação derivada[179] movida por Harry Lewis contra os administradores de Meyers Parking Systems Inc. – da qual era acionista – por conta de um contrato de trabalho firmado com um de seus administradores – Leo Fink – e empréstimos a este concedidos, desvantajosos à companhia.

Na ocasião, a *business judgment rule* foi definida como uma presunção de que, ao tomar uma decisão negocial, os administradores de uma companhia agem devidamente informados, de boa-fé e na crença de que a ação adotada atenda ao melhor interesse da companhia. Presentes os elementos citados, e livre de abuso de discricionariedade, a decisão tomada pelo conselho de administração será respeitada pelo tribunal, ainda que tenha produzido resultados indesejados à companhia, pelos quais seus administradores não serão chamados a responder[180].

Em *Smith v. Van Gorkom*[181], julgado no ano seguinte, os administradores da *Trans Union Co.* foram responsabilizados por terem agido de maneira negligente ao aprovar uma fusão sem informações suficientes e adequadas para avaliar o real valor das ações da companhia.

Mais conhecido como *Trans Union Case*, nele a corte referiu-se à *business judgment rule* como fruto do princípio fundamental insculpido na lei societária de Delaware (§141(a), General Corporation Law[182]), que atribui ao conselho de administração a condução dos negócios e interesses da companhia, condução esta delimitada pelo rígido dever de fidúcia que perante ela e seus acionistas assumem os administradores. Nesse

---

[179] "Nos estados Unidos, as ações derivadas são procedimentos iniciados por acionistas minoritários para provocar uma companhia a ingressar em juízo com ação contra diretores, conselheiros-administradores ou terceiros. Entretanto, cumpre salientar que as ações derivadas são reclamações de direitos que não pertencem aos acionistas que iniciaram a ação, mas à companhia – apesar da recusa desta em ingressas coma ação. Enfim, os direitos reclamados são da companhia, e não daqueles que processam de forma derivada em nome da companhia." (SILVA, Alexandre Couto, *Op. cit.*, p. 231-232).

[180] "It is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. (…) Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption." (Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, p. 812).

[181] Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, disponível em http://businessentitiesonline.com/Smith%20v.%20Van%20Gorkom.pdf, acessado em 25/03/2014.

[182] § 141. Board/ of directors; powers; number, qualifications, terms and quorum; committees; classes of directors; nonstock corporations; reliance upon books; action without meeting; removal.

(a) The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation.

sentido, a regra veio para proteger e promover de forma plena o livre exercício deste poder gerencial conferido por lei aos administradores[183].

A mesma formulação usada em *Aronson* para a regra foi aqui repetida – notadamente quanto à presunção de boa-fé na tomada da decisão e atenção aos interesses da companhia –, sendo destacados ainda outros dois princípios legais: a responsabilidade dos administradores tem fundamento no conceito de grave negligência (*gross negligence*), e presunção de que a decisão combatida foi adotada de maneira informada. Antes de *Van Gorkom* e *Aronson*, tais princípios jamais tinham sido expostos de maneira tão clara e declarada pelas cortes de Delaware[184].

Já em *Cede & Co. v. Technicolor* – caso similar a *Van Gorkom*, em que se tratou da precificação imprecisa de ações por desinformação de seus administradores num caso de fusão entre empresas –, a corte reafirmou a qualidade de presunção da regra ("*powerful presumption*"), que somente pode ser refutada caso a parte que desafie a decisão prove ter sido ela adotada em desrespeito a um dos deveres fiduciários a que estão sujeitos os administradores – boa-fé[185], lealdade e diligência; se não o fizer, a *business judgment rule* protegerá os administradores e a própria decisão em si, impedindo que o tribunal revise seu mérito *a posteriori*[186].

---

[183] "Under Delaware law, the business judgment rule is the offspring of the fundamental principle, codified in 8 Del.C. § 141(a), that the business and affairs of a Delaware corporation are managed by or under its board of directors. (…) In carrying out their managerial roles, directors are charged with an unyielding fiduciary duty to the corporation and its shareholders. (…)The business judgment rule exists to protect and promote the full and free exercise of the managerial power granted to Delaware directors." (Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, p 872).

[184] "Before Van Gorkom (and Aronson v. Lewis, a case decided by the Delaware Supreme Court less than a year before Van Gorkom), these principles never had been stated by the courts with the degree of clarity utilized in Van Gorkom (and Aronson)." (Radin, Stephen A. The Legacy of Smith v. Van Gorkom After 15 Years, disponível em http://www.weil.com/news/pubdetail.aspx?pub=3710, acessado em 19/06/2013).

[185] Apesar de ter feito referência aqui à boa-fé como um dever fiduciário, mais tarde a Suprema Corte de Delaware explicou que boa-fé é elemento do dever de lealdade: "(...) although good faith may be described colloquially as part of a 'triad' of fiduciary duties that includes the duties of care and loyalty, the obligation to act in good faith does not establish an independent fiduciary duty that stands on the same footing as the duties of care and loyalty. Only the latter two duties, where violated, may directly result in liability, whereas a failure to act in good faith may do so, but indirectly." (Stone v. Ritter, 911 A.2d, p. 370).

[186] "The rule posits a powerful presumption in favor of actions taken by the directors in that a decision made by a loyal and informed board will not be overturned by the courts unless it cannot be "attributed to any rational business purpose." (…) Thus, a shareholder plaintiff challenging a board decision has the burden at the outset to rebut the rule's presumption. (…) To rebut the rule, a shareholder plaintiff assumes the burden of providing evidence that directors, in reaching their challenged decision, breached any one of the triads of their fiduciary duty — good faith, loyalty or due care. (…) If a shareholder plaintiff fails to meet this evidentiary burden, the business judgment rule attaches to protect corporate officers and directors and the decisions they make, and our courts will not second-guess these business judgments. (…) If the rule is rebutted, the burden shifts to the defendant directors, the proponents of the challenged transaction, to prove to the trier of fact the "entire fairness" of the transaction to the shareholder plaintiff." (Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d, p. 361, disponível em http://caselaw.findlaw.com/de-supreme-court/1245056.html, acessado em 24/06/2014).

A presunção produzida pela aplicação da regra impede que a corte substitua o julgamento feito pelos membros do conselho de administração da companhia pelo seu, a não ser que seja provado que os administradores tomaram a decisão contestada em desrespeito aos deveres fiduciários a que estão submetidos.

Com efeito, para a Suprema Corte de Delaware a *business judgment rule* é ao mesmo tempo um padrão de revisão judicial de conduta e um padrão de responsabilização dos administradores, o que não se confunde com um padrão de conduta dos administradores. Cabe aqui explicar essa distinção.

Padrão de conduta estabelece como o sujeito deve conduzir determinada atividade ou desempenhar determinada função. Padrão de revisão e responsabilização estabelece o teste que a corte deve aplicar quando revê a conduta do sujeito, a fim de determinar se deve ele ser responsabilizado ou não[187]. Quanto ao tema aqui tratado, o primeiro se refere aos deveres fiduciários a que estão sujeitos os administradores de companhias, notadamente o de diligência; o segundo, à *business judgment rule*[188].

O American Bar Association (ABA) e o American Law Institute (ALI) trazem os elementos do que seria este padrão de conduta:

> Revised Model Business Corporation Act (ABA):
>
> § 8.30. Padrão de Conduta para Administradores
> (a) Cada membro do conselho de administração, no cumprimento de seus deveres enquanto administrador, deve agir (1) de boa-fé, e (2) de maneira que o administrador razoavelmente acredite ser no melhor interesse da companhia.
> (b) Os membros do conselho de administração ou um comitê do conselho, ao reunirem informações no tocante ao seu processo decisório ou dedicarem atenção à sua função de supervisão, devem cumprir seus deveres com o cuidado que uma pessoa na mesma posição razoavelmente acredita apropriado sob circunstâncias similares.[189]
> Principles of Corporate Governance (ALI):

---

[187] "A standard of conduct states how an actor should conduct a given activity or play a given role. A standard of review states the test a court should apply when it reviews an actor's conduct to determine whether to impose liability or grant injunctive relief." (EISENBERG, Melvin Aron. The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law, 62 Fordham L. Rev. 437 (1993), p. 437).

[188] Em nota de rodapé, Stephen M. Bainbridge traz a posição de Melvin Eisenberg, que entende "the duty of care as a standard of conduct and the business judgment rule as a standard of review. (…)The forms specifies how directors should conduct themselves, while the latter sets forth the test courts will use in determining whether the director's conduct gives rise to liability. (…)The function of the business judgment rule thus is to create a less demanding standard of review than the (largely aspirational) standard of conduct created by the duty of care." (BAINBRIDGE, Stephen M. *Op. cit.*, p. 89).

[189] Tradução livre de: "§ 8.30. Standards of Conduct for Directors

(a) Each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act (1) in good faith, and (2) in a manner the director reasonably believes to be in the best interest of the corporation.

(b) The members of the board of directors or a committee of the board, when becoming informed in connection with their decision-making function or devoting attention to their oversight function, shall discharge their duties with the care that person in a like position would reasonably believes appropriate under similar circumstances." (AMERICAN BAR ASSOSSIATION, *Op. cit.*, p. 78-79).

> § 4.01. Dever de Diligência de Administradores e Diretores; a Business Judgment Rule
> (a) Um administrador ou diretor tem o dever para com a companhia de executar suas funções com boa-fé, de maneira que razoavelmente acredite ser no melhor interesse da companhia, e com o cuidado que se esperaria de uma pessoa prudente na mesma posição e sob circunstâncias similares.
> (1) Este dever inclui a obrigação de realizar, ou fazer com que seja realizada, a investigação que o administrador ou diretor entendam apropriada para circunstância.
> (2) Na execução de quaisquer de suas funções (inclusive a de supervisão) o administrador ou diretor tem direito a confiar em informações e pessoas de acordo com os §§ 4.02-03.[190]

A despeito das pequenas diferenças entre as duas proposições, ambas estabelecem o padrão de conduta (*i.e.*, dever de diligência) dos administradores focando no modo com que devem cumprir seu dever de fidúcia para com a companhia e acionistas, não na correção das decisões por eles adotadas[191]. Se no cumprimento de seus deveres, enquanto membros e na esfera de competência do conselho de administração, os administradores agirem de boa-fé e no melhor interesse da companhia (RMBCA, § 8.30(a) e *Principles*,§ 4.01(a), primeira parte), e com o cuidado e diligência que uma pessoa na mesma posição e circunstância razoavelmente entende apropriados, (RMBCA, § 8.30(b) e *Principles*,§ 4.01(a), segunda parte), o padrão de conduta deles exigido terá sido observado independentemente se a decisão adotada produziu resultados indesejados à companhia. "The MBCA § 8.30 sets forth the standards of conduct for directors, requiring director to act in good faith and in a matter the director reasonably believes to be in the corporation's best interest. (…) Conduct that satisfies the requirements of § 8.30 cannot result in liability. (…) Conduct falling short of those aspirational goals can only result in liability if it violates the standards of director liability set forth in MBCA § 8.31."[192]

Observado o padrão de conduta, a decisão será protegida (*i.e.*, não será reexaminada) e os administradores não serão responsabilizados pelos efeitos dela decorrentes; se não observado, a presunção proporcionada pela *business judgment rule* esfalecerá, e o processo que resultou na decisão adotada pelos administradores será revisto

---

[190] Tradução livre de: "§ 4.01. Duty of Care of Directors and Officers; the Business Judgment Rule

(a) A director or officer has a duty to his corporation to perform his functions in good faith, in a manner that he reasonably believes to be in the best interest of the corporation, and with the care that an ordinarily prudent person would reasonably be expected to exercise in a like position and under similar circumstances.

(1) This duty includes the obligation to make, or cause to be made, such inquiry as the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances.

(2) In performing any of his functions (including his oversight functions), a director or officer in entitled to rely on materials and persons in accordance with §§ 4.02-03." (AMERICAN LAW INSTITUTE. Principles of Corporate Governance: analysis and recommendation, vol. 1, 1992).

[191] AMERICAN BAR ASSOSSIATION. Model Business Corporation Act annotated: Model Business Corporation Act with official comment and reporter's annotations, 4ª ed., 2008, p. 8/187.

[192] BAINBRIDGE, Stephen M. *Op. cit.*, p. 89-90.

de acordo com os critérios de revisão da regra, que serão examinado mais adiante em capítulo próprio.

Com efeito, o padrão de conduta tem importante papel na valoração da conduta dos administradores. Não aborda diretamente aspectos concernentes à responsabilização dos administradores propriamente dita; em verdade, fornece subsídios ao padrão de revisão das e responsabilização pelas decisões por eles adotadas. Ou, noutras palavras, para a aplicação ou não da *business judgment rule*.

Em *Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc.*[193], a Corte da 2ª Circunscrição de Nova Iorque procurou esclarecer esta distinção:

> A obrigação de um membro do conselho para com a companhia e seus acionistas tem dois aspectos, geralmente caracterizados como dever de diligência e dever de lealdade. O dever de diligência refere-se à responsabilidade do fiduciário da companhia em adotar, na execução de suas tarefas, o cuidado que uma pessoa razoavelmente prudente numa posição similar adotaria sob circunstâncias similares. Vejam o NYBCL § 717. Na avaliação da observância do dever de diligência por parte do administrador, as cortes de Nova Iorque aderiram à *business judgment rule*, que "barra a investigação judicial de ações adotadas por administradores com boa-fé e no exercício de um julgamento honesto na promoção dos objetivos legais e legítimos da companhia."

Inicialmente, a corte definiu o padrão de conduta (dever de diligência) a ser observado pelos administradores como aquele previsto na lei nova-iorquina aplicável ao caso (NYBCL § 717[194]) para então avaliar a observância deste padrão de acordo com a

---

[193] Tradução livre de: "A board member's obligation to a corporation and its shareholders has two prongs, generally characterized as the duty of care and the duty of loyalty. The duty of care refers to the responsibility of a corporate fiduciary to exercise, in performance of his tasks, the care that a reasonably prudent person in similar position would use under similar circumstances. See NYBCL § 717. In evaluating a manager's compliance with the duty of care, New York courts adhere to the business judgment rule, which "bars judicial inquiry into actions of corporate directors taken in good faith and in the exercise of honest judgment in the lawful and legitimate furtherance of corporate purposes.'" (Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc., 744 F.2d 255, p. 264).

[194] § 717. Duty of directors

(a) A director shall perform his duties as a director, including his duties as a member of any committee of the board upon which he may serve, in good faith and with that degree of care which an ordinarily prudent person in a like position would use under similar circumstances. In performing his duties, a director shall be entitled to rely on information, opinions, reports or statements including financial statements and other financial data, in each case prepared or presented by:

(1) one or more officers or employees of the corporation or of any other corporation of which at least fifty percentum of the outstanding shares of stock entitling the holders thereof to vote for the election of directors is owned directly or indirectly by the corporation, whom the director believes to be reliable and competent in the matters presented,

(2) counsel, public accountants or other persons as to matters which the director believes to be within such person's professional or expert competence, or

(3) a committee of the board upon which he does not serve, duly designated in accordance with a provision of the certificate of incorporation or the by-laws, as to matters within its designated authority, which committee the director believes to merit confidence, so long as in so relying he shall be acting in good faith and with such degree of care, but he shall not be considered to be acting in good faith if he has knowledge concerning the matter in question that would cause such reliance to be unwarranted. A person

business judgment rule. Com efeito, o padrão de conduta, como definido na lei nova-iorquina, estabelece o nível de diligência legalmente esperado dos administradores, mas a observância deste padrão será avaliado de acordo com os critérios da *business judgment rule*[195].

3.2.2 Codificação

Com amparo na jurisprudência formada a partir dos casos aqui citados, o Revised Model Business Corporation Act e o Principles of Corporate Governance também trouxeram suas formulações para o que entendem ser a *business judgment rule*:

> Revised Model Business Corporation Act (ABA):
>
> § 8.31. Padrão de Responsabilização para Administradores:
> (a) O administrador não será responsabilizado perante a companhia ou seus acionistas por qualquer decisão de adotar ou não adotar uma ação, ou qualquer falha em adotar uma ação, enquanto administrador, a não ser que a parte que reivindica a responsabilização em um procedimento estabeleça que:
> (...)
> (2) a conduta contestada consistiu ou resultou de:
> (i) uma ação sem boa-fé
> (ii) uma decisão:
> (A) a qual o administrador não acreditava razoavelmente ser no melhor interesse da companhia, ou

---

who so performs his duties shall have no liability by reason of being or having been a director of the corporation.

(b) In taking action, including, without limitation, action which may involve or relate to a change or potential change in the control of the corporation, a director shall be entitled to consider, without limitation,

(1) both the long-term and the short-term interests of the corporation and its shareholders and

(2) the effects that the corporation's actions may have in the short-term or in the long-term upon any of the following:

(i) the prospects for potential growth, development, productivity and profitability of the corporation;

(ii) the corporation's current employees;

(iii) the corporation's retired employees and other beneficiaries receiving or entitled to receive retirement, welfare or similar benefits from or pursuant to any plan sponsored, or agreement entered into, by the corporation;

(iv) the corporation's customers and creditors; and

(v) the ability of the corporation to provide, as a going concern, goods, services, employment opportunities and employment benefits and otherwise to contribute to the communities in which it does business.

Nothing in this paragraph shall create any duties owed by any director to any person or entity to consider or afford any particular weight to any of the foregoing or abrogate any duty of the directors, either statutory or recognized by common law or court decisions.

For purposes of this paragraph, "control" shall mean the possession, directly or indirectly, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of the corporation, whether through the ownership of voting stock, by contract, or otherwise.

[195] HINSEY IV, Joseph. Business Judgment and the American Law Institute's Corporate Governance Project: the Rule, the Doctrine, and the Reality. 52 Geo. Wash. L. Rev. 609 1983-1984, p. 614.

(B) para a qual o administrador não estava informado na medida em que razoavelmente acreditava apropriado para as circunstâncias, ou
(iii) uma falta de imparcialidade devido ao relacionamento familiar, financeiro ou empresarial com, ou uma falta de independência devido a domínio ou controle do administrador por, outra pessoa que possui interesse material na conduta contestada
(A) cujo relacionamento ou domínio ou controle possa ser razoavelmente considerado como interferência no julgamento do administrador em relação à conduta contestada de forma adversa à companhia, e
(B) depois que razoavelmente demonstrada essa interferência, o administrador não demonstrar que acreditava que a conduta contestada tivesse sido adotada no melhor interesse da companhia; ou
(iv) uma contínua falha do administrador em dedicar constante atenção à supervisão dos negócios e assuntos da companhia, ou falha em dedicar pronta atenção, realizando (ou fazendo com que realizem) a devida investigação, quando se verifiquem fatos e circunstâncias particularmente significativos, que alertariam um administrador razoavelmente atento para as necessidades deles decorrentes; ou
(v) recebimento de benefício financeiro ao qual o administrador não tinha direito ou qualquer outro desrespeito dos deveres do administrador de negociar de forma justa com a companhia e seus acionistas, que possa ser objeto de ação de acordo com a legislação aplicável.[196]

Principles of Corporate Governance (ALI):
§ 4.01. Dever de Diligência dos Administradores e Diretores; a *Business Judgment Rule*
(…)
(c) Um administrador ou diretor que adote uma decisão negocial de boa-fé cumpre o dever previsto nessa Seção se o administrador ou diretor:
(1) não tem interesse [§ 1.23] no objeto da decisão negocial;
(2) está informado no que diz respeito ao objeto da decisão negocial na medida em que o administrador ou diretor razoavelmente acredite ser apropriado para a circunstância; e
(3) racionalmente acredite que a decisão negocial atende ao melhor interesse da companhia.[197]

---

[196] Tradução livre de: "§ 8.31. Standards of Liability for Directors
(a) A director shall not be liable to the corporation or its shareholders for any decision to take or not to take action, or any failure to take any action, as a director, unless the party asserting liability in a proceeding establishes that: (…)
(2) the challenged conduct consisted or was the result of:
(i) action not in good faith; or
(ii) a decision
(A) which the director did not reasonably believe to be in the best interests of the corporation, or
(B) as to which the director was not informed to an extent the director reasonably believed appropriate in the circumstances; or
(iii) a lack of objectivity due to the director's familial, financial or business relationship with, or a lack of independence due to the director's domination or control by, another person having a material interest in the challenged conduct
(A) which relationship or which domination or control could reasonably be expected to have affected the director's judgment respecting the challenged conduct in a manner adverse to the corporation, and
(B) after a reasonable expectation to such effect has been established, the director shall not have established that the challenged conduct was reasonably believed by the director to be in the best interests of the corporation; or
(iv) a sustained failure of the director to devote attention to ongoing oversight of the business and affairs of the corporation, or a failure to devote timely attention, by making (or causing to be made) appropriate inquiry, when particular facts and circumstances of significant concern materialize that would alert a reasonably attentive director to the need therefore; or
(v) receipt of a financial benefit to which the director was not entitled or any other breach of the director's duties to deal fairly with the corporation and its shareholders that is actionable under applicable law." (AMERICAN BAR ASSOSSIATION, *Op. cit.*, p. 79-80).

[197] Tradução livre de: "§ 4.01. Duty of Care of Directors and Officers; the Business Judgment Rule
(…)
(c) A director or officer who makes a business judgment in good faith fulfills the duty under this Section if the director or officer:

Ao apresentar suas formulações da regra, tanto o ABA quanto o ALI afirmam não terem pretendido codificar a *business judgment rule*, tampouco recomendam fazê-lo, tendo em vista que os elementos e circunstâncias para a sua aplicação continuam em pleno desenvolvimento através do processo evolutivo característico do sistema da *common law*[198]. Pretenderam apenas reconhecer esse princípio enraizado na jurisprudência norte-americana e oferecer um guia à sua aplicação para casos de responsabilização dos administradores de companhias[199].

Contudo, ao passo que a jurisprudência das cortes de Delaware – notadamente nos casos *Aronson*, *Van Gorkom* e *Cede* – definem a *business judgment rule* como uma presunção ("It is a presumption that in making a business decision the directors..."[200]), o Model Business Corporation Act e o Principles of Corporate Governance trazem apenas uma descrição dos elementos e efeitos da regra, não uma definição propriamente dita. Não se arriscaram à tarefa. Não obstante, foram todos alvos de severas críticas.

3.2.3 Críticas às formulações propostas

A começar pela definição da regra como uma presunção. Segundo autorizada doutrina norte-americana sobre a questão, presunção é uma regra que dita não somente que o estabelecimento do fato B é suficiente para satisfazer o ônus da parte de produzir provas com relação ao fato A, mas que também ao menos obrigue a inversão do ônus da prova em questão à parte contrária[201]. Portanto, presunção tem relação direta com alocação do ônus probatório.

---

(1) is not interested [§ 1.23] in the subject of the business judgment;

(2) is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and

(3) rationally believes that the business judgment is in the best interest of the corporation." (AMERICAN LAW INSTITUTE. Principles of Corporate Governance: analysis and recommendation, 1992).

[198] "The genius of the common law is well exemplified by the court's gradual development of the business judgment rule. The court's response to new developments, through the evolutionary process afforded by case-by-case adjudication, has been heartening." (HINSEY IV, *Op. cit.*, p. 614).

[199] "Section 8.31 does not codify the business judgment rule as a whole. The section recognizes the common law doctrine and provides guidance as to its application in dealing with director liability claims. Because the elements of the business judgment rule and the circumstances for its application are continuing to be developed by the courts, it would not be desirable to freeze the concept in a statute." (AMERICAN BAR ASSOSSIATION, 4ª ed., *Op. cit.*, p. 232).

[200] Aronson v. Lewis, (…) p. 812.

[201] "The leading commentator on the law of evidence (...) has stated that a presumption is a rule … that dictates not only the establishment of fact B is sufficient to satisfy a party's burden of producing evidence with regard to fact A, but also at least compels the shifting of the burden of producing evidence on the question to the party's adversary." (STRONG, John William *apud* BALOTTI, R. Franklin; HANKS JR., James J. Rejudging the Business Judgment Rule, 48 Bus. Law. 1337 1992-1993, p. 1345).

Nesta linha de raciocínio, a *business judgment rule* não se trataria de uma presunção porque, independentemente de o administrador ter que produzir prova da sua conduta quando da tomada da decisão questionada (*i.e.*, dever de diligência), tal ônus já recai sobre a parte que a questiona. Vale dizer, não há a inversão do ônus probatório do administrador para a parte que desafia a decisão, inversão esta nuclear ao conceito de presunção para o Direito norte-americano. E sem inversão não há presunção. Com efeito, afirmar que a regra em si é uma presunção nada adiciona de relevante à sua definição.

Balotti e Hanks defendem que presunção, conforme versão da *business judgment rule* formulada pela Suprema Corte de Delaware, teria relação com o vigor da prova necessária a implicar responsabilização do administrador. A proteção conferida pela regra aumentaria o nível da prova a ser produzida pela parte que desafia a decisão[202].

A despeito daquilo que se entenda por presunção, parece ser ela muito mais o efeito produzido pela regra do que uma definição da regra propriamente dita. Noutras palavras, a regra não é uma presunção; presunção é o efeito por ela produzido.

Além disso, conforme defendido por Lyman Johnson em artigo em que critica a formulação da regra adotada pela Suprema Corte de Delaware no julgamento do caso *Cede*, a *business judgment rule* não se resumiria a uma mera alocação do ônus probatório acerca da quebra de deveres fiduciários[203].

Em nota de rodapé ao referido artigo, Johnson faz severas críticas à confusão provocada pela inter-relação entre padrão de conduta e padrão de responsabilização adotada em *Norlin* e posteriormente abraçada pelo Model Business Corporation Act e Principles of Corporate Governance. Anota que a observância ao que ele denomina "padrões menores de 'boa-fé' e 'julgamento honesto'" (correspondentes ao padrão de responsabilização previstos no § 8.31 e § 4.01 (c) do MBCA e ALI, respectivamente) como condição à satisfação do "padrão maior de diligência" (padrão de conduta do § 8.30 e § 4.01(a)) – conforme definido em Norlin – não captura corretamente o modo com que as cortes pré-condicionam a aplicação da *business judgment rule.* Noutras palavras, segundo Johnson, o que *Norlin* e o Model Business Corporation Act e o Principles of Corporate Governance dizem é que o administrador pode falhar em aderir ao padrão de conduta

---

[202] BALOTTI, R. Franklin; HANKS JR., James J., *Op. cit.*, p. 1348.

[203] "Under this analytical approach, the business judgment rule always applies for the procedural purpose of assigning to the plaintiff the initial burden on the issue of whether a director breached one or more duties. This procedural burden-assigning function of the rule is fairly trivial, and creating a doctrine simply to assign plaintiff a burden it already had is widely acknowledged to be unwarranted." (JOHNSON, Lyman. The Modest Business Judgment Rule, 55 Bus. Lawyer. 625 1999-2000, p. 627).

estabelecido no § 8.30 e § 4.01(a) e não ser responsabilizado se aderir ao padrão mais relaxado do § 8.31 e § 4.01(c)[204].

E arremata dizendo que o dever de diligencia (padrão de conduta) e a *business judgment rule* (padrão de responsabilização) apesar de complementares, são dois conceitos distintos que servem a propósitos diversos. O primeiro trata-se de um padrão legal que especifica a *forma* como o administrador deve executar seus deveres, vale dizer, com a mesma diligência que uma pessoa prudente comum numa mesma posição e sob circunstâncias similares agiria[205]. A segunda seria uma política de não-revisão judicial, e, após dizer tudo que ela não é[206], a define nos seguintes termos: "Onde uma indenização ou reparação de danos é perseguida, a *business judgment rule* funciona como uma política judicial de não revisão do mérito da decisão negocial adotada pelo conselho de administração para o propósito de determinar se os administradores violaram ou cumpriram seu dever de diligência."[207]

A posição de Johnson parece ser a mais condizente com uma definição propriamente dita para a *business judgment rule*. Não se trata de uma presunção (presunção é o seu efeito), mas sim de uma política de não interferência judicial.

3.2.4 A concepção moderna da *business judgment rule:* da *abstention doctrine* ao *standard of liability*

Há na doutrina e jurisprudência norte-americana duas concepções sobre a *business judgment rule* que competem entre si: a que a trata como uma doutrina de abstenção (*abstention doctrine*), e outra como um padrão de responsabilização (*standard of liability*)[208].

---

[204] JOHNSON, Lyman, *Op. cit.*, p. 629-630.

[205] JOHNSON, Lyman, *Ibidem*, p. 633.

[206] "Properly understood, business judgment rule should not be regarded as a generalized liability shield for directors and their decisions. The rule, likewise, is not designed to perform a host of other functions it frequently is assigned. It is not, for example, 'essentially a presumption that directors did not breach their duty of care'; nor is a watered-down duty of care (a sort of 'Care Light'). Also, the business judgment rule is not usefully regarded as either a substantive standard for affirmatively guiding judicial review of director conduct, or a process-oriented standard of guiding judicial review; and, finally, it is not at all designed for fulfilling the task assigned in Cede – organizing judicial fiduciary analysis into an overarching, seemingly coherent framework (…)" (JOHNSON, Lyman, *Ibidem*, p. 628-631).

[207] Tradução livre de: "Where money damages or equitable relief is sought, the business judgment rule is a judicial policy of not reviewing the substantive merits of a board of directors' business decision for the purpose of determining whether the directors breached or fulfilled their duty of care." (JOHNSON, Lyman, *Ibidem*, p. 631).

[208] BAINBRIDGE, Stephen M. *Op. cit.*, p. 89-90.

A distinção da *business judgment rule* enquanto doutrina de abstenção ou um padrão de responsabilização parte do ponto de vista de dois personagens fictícios criados por Bayless Manning[209]: Sr. Smith e Sra. Jones[210].

Sr. Smith é cético quanto à idoneidade dos membros de um conselho de administração, que estariam mais preocupados com seus próprios interesses em detrimento aos da companhia e acionistas, aproveitando-se da posição e informações a que têm acesso para tirar vantagens financeiras escusas. Acredita que a maioria dos administradores tende a ser desatenta no exercício de suas funções, que se resumiriam ao voto em determinadas transações e matérias. Pessoas como o Sr. Smith pregam a responsabilização pessoal dos administradores pelas decisões por eles adotadas, os quais deveriam estar sob permanente e acirrada vigilância por parte das agências estatais competentes, acionistas e judiciário[211].

A Sra. Jones, por outro lado, tem uma visão mais idealizada. Acredita que os administradores dificilmente se envolvem em transações com as companhias de cujos conselhos participam, e ocasionalmente negociam ações das mesmas. Aceita ser impossível a um administrador independente ter mais do que uma noção generalizada dos múltiplos negócios que envolvem a companhia. Entende que o conselho de administração raramente decide, no sentido estrito da palavra, alguma coisa; sua função é de contínuo monitoramento, questionamento, sondagem e vigilância em relação a poucos e específicos assuntos.

Quem partilha da opinião da Sra. Jones entende que decisões negociais vêm permeadas de incertezas que, mesmo vistas retrospectivamente, não podem ser claramente compreendidas como certas ou erradas, e sim numa perspectiva de custo-benefício. Vê que ações movidas por acionistas geralmente têm motivações questionáveis e são demasiadamente custosas para a companhia não só financeiramente, como também no sentido de desperdício de tempo, atenção e energia dos administradores.

A Sra. Jones acredita que se o administrador é honesto, não tem interesses conflitantes com os da companhia e dedica a devida atenção às suas funções e atividades, não teria ele que se preocupar em ser responsabilizado por uma decisão negocial revista anos depois de adotada, por uma corte com pouco ou nenhum conhecimento sobre o assunto[212].

---

[209] Reitor da Faculdade de Direito da Universidade de Stanford entre 1964 e 1971.
[210] MANNING, Bayless. The Business Judgment Rule in Overview, 45 Ohio St. L.J. 615 1984.
[211] MANNING, Bayless, *Op. cit.*, p. 626.
[212] MANNING, Bayless, *Ibidem*, p 626-627.

A principal divergência entre o ponto de vista do Sr. Smith e o defendido pela Sra. Jones seria que, para ele, uma importante função da lei deveria ser alocar culpa e mitigar perdas pelo redirecionamento ou ao menos distribuição do risco; para ela, a preocupação primordial da lei deveria ser assegurar que procedimentos e mecanismos gerais estejam à disposição, que trabalhem produtivamente na maior parte do tempo e para o benefício da sociedade como um todo, e que sejam aplicáveis em infinitas e imprevisíveis situações futuras, ao invés de se concentrar em olhar para trás para achar culpados pelos infortúnios do passado[213].

A percepção do Sra. Jones sobre o papel e responsabilidades dos administradores de companhia representa a concepção da *business judgment rule* enquanto doutrina de abstenção; a do Sr. Smith, como padrão de responsabilização.

Historicamente nos Estados Unidos, demandas envolvendo a quebra dos deveres fiduciários referem-se em sua maioria ao dever de lealdade a que estão submetidos os administradores. Três casos paradigmáticos bem exemplificam essa tendência: *Guth v. Loft, Inc.*[214], *Sinclair Oil Corp. v. Levien*[215] e *Puma v. Marriott*[216].

Guth v. Loft, Inc. (1931), conforme aqui já mencionado[217], tratou de um caso de usurpação de oportunidade por parte do Sr. Guth, presidente da Loft Incorporation, em detrimento da própria companhia que presidia. E por tê-lo feito, agindo em desrespeito ao dever de lealdade a que estava submetido pelo cargo que ocupava, a corte decidiu que ele não fazia jus à proteção conferida pela *business judgment rule*, incumbindo-lhe o ônus de demonstrar que a postura adotada perante a oportunidade que se lhe apresentou observou a boa-fé e atendeu aos interesses da companhia.

Em *Sinclair Oil Corp. v. Levien* (1971), que tratou da distribuição de dividendos entre controladora e controlada, a corte considerou que, havendo auto negociação, ou seja, "quando a principal, em razão de sua dominância sobre a subsidiária, faz com que a subsidiária aja de forma que a principal receba algo da subsidiária em exclusão e detrimento dos acionistas minoritários desta"[218], a presunção produzida pela *business judgment rule* é afastada e o ônus da prova de que a decisão foi justa recai sobre o conselho de administração.

---

[213] MANNING, Bayless, *Op. cit.*, p. 627.
[214] Guth v. Loft, *Op. cit.*
[215] Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717.
[216] Puma v. Marriott, 283 A2d 693.
[217] Vide Capítulo 2, item 2.4.2 supra.
[218] Tradução livre de: "when the parent, by virtue of its domination of the subsidiary, causes the subsidiary to act in such way that the parent receives something from the subsidiary to the exclusion of, and detriment to, the minority stockholders of the subsidiary." (Sinclair Oil Corp. v. Levien, p. 720).

Quebra do dever de lealdade quase sempre envolve exemplo clássico de conflito de interesses, em que o administrador aparece nas duas pontas da negociação ou recebe benefícios pessoais não estendidos aos acionistas numa determinada transação. Nessas circunstancias as cortes usualmente exigem do autor da ação provas de que o alegado interesse particular do administrador contaminou a independência do conselho como um todo na tomada da decisão. No entanto, no caso *Puma v. Marriott* (1971), em que os administradores da Marriott Corporation foram acusados de inobservância do dever de lealdade ao aprovar a aquisição de vários imóveis pertencentes à família Marriott, a presunção proporcionada pela *business judgment rule* foi mantida porque a transação fora acompanhada da aprovação de administradores externos e independentes.

O posicionamento até então adotado, notadamente nos três casos aqui citados – e nos que lhes seguiram – acabou por consolidar a *business judgment rule* enquanto uma doutrina de abstenção. Atribuir tal concepção à regra significa dizer que incumbe à parte que desafia a decisão comprovar a quebra dos deveres fiduciários por parte dos administradores. Onde não há alegação de fraude, má-fé ou conflito de interesses, presume-se que os administradores adotaram a decisão de boa-fé. Por outro lado se fraude, má-fé ou conflito de interesses for comprovado, surgem motivos suficientes para se questionar a integridade ou motivação existente por trás da decisão, razão pela qual a corte examinará de forma mais minuciosa a questão, invertendo o ônus da prova contra os administradores, que deverão demonstrar a correção da decisão por eles adotada[219].

Com efeito, enquanto doutrina de abstenção, a regra impede que a corte analise o mérito da decisão contestada, assim como a conduta e motivação dos administradores – vale dizer, observância ou não do dever de diligência – ao adota-la, com o propósito de revê-la posteriormente. *Shlensky v. Wrigley*[220] bem exemplifica esse posicionamento.

Shlensky, um acionista minoritário da controladora da equipe de beisebol Chicago Cubs, contestou a decisão de Philip Wrigley, acionista majoritário daquela companhia, de não instalar iluminação no estádio para a realização de jogos noturnos – ainda que as demais equipes da liga já o tivessem feito –, o que resultou em prejuízos financeiros para a equipe.

Wrigley defendeu-se alegando que a corte não deveria intervir nas decisões negociais adotadas pelos administradores a não ser que restasse comprovado fraude, má-fé

---

[219] MORAN, J.P., Business Judgment Rule Or Relic?: Cede v. Technicolor and the Continuing Metamorphosis of Director Duty of Care, 45 Emory L. J. 339, 1996, p. 357.

[220] Shlensky v. Wrigley, 237 N.E.2d 776.

ou conflito de interesse. Ao analisar o argumento, a corte de Delaware estabeleceu algumas premissas para o julgamento: primeiro, de que uma corte não deve assumir a tarefa de controlar políticas e métodos negociais de uma companhia, embora políticas ou métodos mais sensatos tenham sido adotados com melhores resultados numa mesma situação; segundo, observou que se tratava de um conflito entre o ponto de vista do acionista majoritário e administradores e o de um acionista minoritário, no que diz respeito à política de negócios da companhia; por fim, a corte opinou que, numa questão que diz respeito puramente aos negócios empresariais, o conselho de administração tem a palavra final, desde que respeitada a lei, não tendo a corte autoridade para substituir pelo seu o julgamento feito pelos administradores[221].

Com base nessas premissas, a corte se absteve de rever a decisão de Wrigley sem adentrar no mérito, motivos que o levaram a adotá-la ou efeitos por ela produzidos; somente poderia fazê-lo se restasse comprovado fraude, má-fé ou conflito de interesses.

Em *Shlensky* não há questionamento sobre observância ou não do dever de diligência por parte dos administradores. A regra, enquanto doutrina de abstenção, impede justamente que esta discussão sequer venha à tona.

Bainbridge, partidário desta concepção, justifica:

> Se a *business judgment rule* é concebida como uma doutrina de abstenção, contudo, revisão judicial será mais provavelmente a exceção do que a regra. A corte começa com uma presunção contra a revisão. Ela então revê os fatos para determinar não a qualidade da decisão, mas sim se o processo de adoção da decisão foi contaminado por auto negociação e afins. As questões fundamentais a serem feitas são mais objetivas e diretas: O conselho cometeu fraude? O conselho praticou um ato ilegal? O conselho promoveu auto negociação? Se o conselho exerceu ou não diligência razoável é irrelevante, como deveria ser. A *business judgment rule* constrói então uma barreira profilática pela qual as cortes se comprometem previamente a resistir à tentação de rever o mérito da decisão do conselho.[222]

E assim foi até o início dos anos 80, quando os Estados Unidos passaram a ver uma explosão do número de litígios envolvendo a responsabilização dos administradores, fenômeno explicado pela evolução do direito corporativo naquela década com a

---

[221] BAINBRIDGE, Stephen M. *Op. cit.*, p. 96-97.

[222] Tradução livre de: "If the business judgment rule is framed as an abstention doctrine, however, judicial review is more likely to be the exception rather than the rule. The court begins with a presumption against review. It then reviews the facts to determine not the quality of the decision, but rather whether the decision-making process was tainted by self-dealing and the like. The requisite questions to be asked are more objective and straightforward: Did the board commit fraud? Did the board commit an illegal act? Did the board self-deal? Whether or not the board exercised reasonable care or irrelevant, as will it should be. The business judgment rule than builds a prophylactic barrier by which courts pre-commit to resisting the temptation to review the merits of the board's decision." (BAINBRIDGE, Stephen M., *Ibidem*, p. 128).

propagação de operações de fusão e aquisição e complexas transações societárias em geral, e na maior capacidade financeira das partes em levar tais tipos de demandas a juízo[223].

A evolução do sentido, alcance e aplicação da regra teve seu início com *Aroson v. Lewis* (1984). A formulação adotada em *Aroson* introduziu um novo elemento à regra: os administradores devem estar devidamente informados ("..., ao tomar uma decisão negocial, os administradores de uma companhia devem agir devidamente informados...")[224].

No ano seguinte, no julgamento do *Trans Union Case* (*Smith v. Van Gorkom*) – em que o conselho de administração aprovou uma fusão sem informações suficientes e adequadas para avaliar o real valor das ações da companhia – o tribunal adotou orientação contrária à consolidada, que primava pelo respeito absoluto das deliberações do conselho, desde que observada a lei. Na ocasião, foi examinado o procedimento que precedeu à adoção da decisão mesmo sem que tenha havido qualquer alegação de fraude, má-fé ou conflito de interesses contra os administradores. A *business judgment rule* enquanto doutrina de abstenção, por sua vez, prega o exame dos fatos somente e justamente para determinar se o processo de adoção da decisão foi contaminado por algum tipo de fraude, má-fé ou auto negociação.

Essa lógica foi invertida pela primeira vez no julgamento do *Trans Union Case.* "Na realidade, a corte optou por inverter a *business judgment rule*, que presumia uma decisão informada na ausência de alegações de violação do dever de lealdade, e atribuía aos réus o ônus da prova. O que antes era um julgamento negocial em si – decidir quanta informação a ser reunida é prudente e necessário – *Trans Union* transformou numa condição *sine qua non* para a proteção da decisão negocial."[225]

Até então não se falava em observância ou não do dever de diligência por parte dos administradores, mas apenas em fraude, má-fé ou conflito de interesses (dever de lealdade). Em *Cede & Co. v. Technicolor* (1995), cuja discussão de fundo é similar ao *Trans Union Case* – precificação imprecisa de ações por desinformação de seus administradores num caso de fusão entre empresas – a Corte de Delaware foi além e concluiu que *Cede* apresentou provas suficientes a afastar a presunção proporcionada pela

---

[223] LAGUADO, Carlos; DÍAZ, María. Modern Conception of the Business Judgment Rule: a case study on Delaware Jurisprudence, *Review of International Law*, Pontificia Universidad Javeriana, 2005, p. 27.

[224] Aronson v. Lewis, *Op. cit.*, p. 812.

[225] Tradução livre de: "In effect, the court chose to twist the business judgment rule, which presumed an informed decision in the absence of breach of loyalty allegations, and place the burden of proof on the defendants. What was once a business judgment in itself – deciding how much information-gathering is prudent and necessary – Trans Union transformed into the *sine qua non* for business judgment protection." (MORAN, J.P., *Op. cit.*, p. 361-362).

regra em favor dos administradores da Technicolor, demonstrando que eles falharam ao aprovar a fusão da companhia sem antes apreciar devidamente toda a informação e material que lhes fora disponibilizados, o que caracterizaria grave negligência por parte do conselho de administração (*i.e.* quebra do dever de diligência). A corte primeiro examinou a conduta dos administradores da Technicolor – vale dizer, o descumprimento do dever de diligência a que estão submetidos ao não apreciarem toda a informação e material disponíveis – para então decidir pela aplicabilidade – no caso, inaplicabilidade – da *business judgment rule.*

Noutras palavras, a partir da concepção formulada em *Cede*, primeiro pergunta-se se os administradores descumpriram os deveres fiduciários a que estão sujeitos para somente então aplicar ou não a regra. A inobservância do dever de diligência passou a produzir o mesmo efeito da inobservância dos deveres de lealdade, qual seja, o afastamento da presunção produzida pela *business judgment rule* em favor do administrador. Inverteu-se o ônus da prova: "administradores são responsáveis a não ser que possam convencer a corte de que os acionistas não foram prejudicados pelo que fora, ao final, uma conduta de boa-fé"[226], exatamente o contrário daqueles que a veem como uma doutrina de abstenção, que visa justamente evitar o exame da conduta dos administradores.

Com efeito, a partir da década de 1980 a *business judgment rule* foi paulatinamente afastando-se de sua concepção tradicional de uma doutrina de abstenção em direção a um padrão de responsabilização dos administradores de companhias abertas.

3.3 RACIONALIDADE POR TRÁS DA REGRA

3.3.1 Função

Presentes os elementos da *business judgment rule* – que serão examinados no capítulo seguinte –, presume-se que a decisão adotada pelos os administradores atende aos interesses da companhia, sendo vedado o exame de seu mérito *a posteriori.* Tamanha deferência faz surgir uma questão: por que blindar os administradores com uma presunção tão favorável?

---

[226] Tradução livre de: "directors are liable unless they can convince the court that shareholders were not damaged by what was, after all, good faith conduct" (MORAN, J.P., *Op. cit.*, p. 374).

Aos administradores compete administrar a companhia. E devem fazê-lo no interesse desta. Para exercer tal tarefa, a lei e o contrato social concedem a eles autoridade para a tomada de decisões. Os acionistas, tidos como "donos" da companhia, praticamente não têm poder nenhum sobre suas operações diárias ou políticas de longo prazo. O processo decisório sai então das mãos dos acionistas e passa a ser exercido pelo conselho de administração[227], pois se mostra "mais barato e mais eficiente transmitir todos os pedaços de informação de uma só vez a um posto central (...) para adotar uma decisão coletiva e transmiti-la do que retransmitir toda a informação sobre a qual a decisão é baseada."[228-229]

Tamanha autoridade, contudo, não pode ser absoluta, caso contrário, por um traço característico da natureza humana – oportunismo[230] –, os administradores se verão tentados a desviar para si os benefícios que de seu trabalho deveriam resultar para os acionistas. Com efeito, ao lado da autoridade deve estar sempre presente a responsabilidade, vale dizer, os administradores devem ser responsabilizados pelas decisões que, pela autoridade que detêm, adotarem.

Mas qualquer decisão que não atenda aos interesses da companhia deve sujeitar os administradores à responsabilização? Responder de forma positiva significa admitir que qualquer decisão, incluindo as adotadas visando a tais interesses, de boa-fé e com a diligência esperada, porém, que por circunstâncias quaisquer, não seja lucrativa à companhia, poderá sujeitar os administradores à responsabilização. E surge aqui o paradoxo apontado por Michael P. Dooley: "se o conselho nunca é responsabilizado por suas decisões, ele está suscetível de exercer seus poderes de forma irresponsável em relação aos acionistas. Por outro lado, o poder de colocar a responsabilidade em alguém significa o poder de interferir e, em última instância, o poder de decidir. Portanto,

---

[227] "Shareholders essentially have no power to initiate corporate action, for example, and are entitled to approve or disapprove only a very few board actions. The statutory decision-making model thus is one in which the board acts and the shareholders, at most, react." (BAINBRIDGE, Stephen M. *Op. cit.*, p. 105-106).

[228] Tradução livre de: "cheaper and more efficient to transmit all the pieces of information once to a central place (…) to make the collective decision and transmit it rather than retransmit all the information on which the decision is based." (ARROW, Kenneth J. The limits of organization. W W Norton & Company Incorporated, 1974, p. 68).

[229] "With this criteria being specified, it should be self-evident that efficient corporate governance requires authority-based decision-making structure. At the very least, the obvious mechanical difficulties of achieving consensus amongst thousands of decision makers impede shareholders from taking an active role. Yet, even if collective action problems could be overcome, active shareholder participation in corporate decision making would still be precluded by the intractable information asymmetries between the firm and its shareholders (and those among shareholders themselves), as well by the shareholders' widely divergent interests." (BAINBRIDGE, Stephen M. *Op. cit.*, p. 106).

[230] DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance, 47 Bus. Law. 461 (1992), p. 464-465.

proporcionar aos acionistas o direito de frequentemente requerer a revisão judicial das decisões do conselho produz o efeito de transferir a autoridade decisória do conselho para os acionistas"[231], "(...) ou, mais realisticamente, para um ou poucos acionistas cujo interesse não coincida com a maioria dos demais."[232]. Mecanismos de responsabilização dos administradores devem ser capazes de corrigir erros, mas não a ponto de anular a autoridade a eles conferida.

A *business judgment rule* tem justamente a função de acomodar esses dois valores, autoridade e responsabilidade[233]. Protege a autoridade em que estão imbuídos os administradores sem que tolha o direito dos acionistas de demanda-los por prejuízos causados, pois poderão fazê-lo, mas somente se superarem a presunção criada pela regra. A resposta à pergunta anteriormente formulada passa então a ser negativa: a fim de proteger a autoridade dos administradores, apenas decisões por eles adotadas em desrespeito aos critérios estabelecidos pela *business judgment rule*, ou seja, afastando a presunção por ela proporcionada, importarão em responsabilização.

Noutras palavras, ao limitar a revisão judicial das decisões adotadas pelos administradores, a *business judgment rule* preserva a autoridade centralizada no conselho e, ao fazê-lo, preserva também os benefícios que o processo decisório centralizado traz aos próprios acionistas (leia-se, eficiência e redução de custos), assim como os protege contra outros acionistas por interferências injustificadas em tal processo. Com efeito, apesar de aparentar que a *business judgment rule* sirva a proteger os administradores dos acionistas, em verdade serve também a uma função talvez até mais importante de proteger os acionistas deles mesmos.

Como anotado por Jay P. Moran, "a *business judgment rule* foi projetada para dar deferência aos administradores em seu papel gerencial, enquanto, ao mesmo tempo,

---

[231] Tradução livre de: "if the board is never made accountable for its decisions, it is liable to exercise its power irresponsibly vis-a-vis the shareholders. On the other hand, the power to hold a party accountable is the power to interfere and, ultimately, the power to decide. Thus, affording shareholders the right to demand frequent judicial review of board decision has the effect of transferring decision-making authority from the board to the shareholders" (DOOLEY, Michael P., *Op. cit.*, p. 470).

[232] Tradução livre de: "or, more realistically, to one or a few stockholders whose interests may not coincide with those of the larger body of stockholders." (DOOLEY, Michael P.; VEASEY, E. Norman. The role of the board in derivative litigation: Delaware Law and the current ALI proposals compared, 44 Bus. Law. 503 (1989), p. 522).

[233] "This suggests a dual function of the business judgment rule. It must not only protect the authority of the board, but, given the necessity of both Authority and Responsibility, it must also attempt to achieve some accommodation between the two conflicting values." (DOOLEY, Michael P., *Op. cit.*, p. 471).

protege os acionistas de decisões gerenciais que violem os deveres fiduciários a que estão sujeitos os administradores."[234]. Protege acionistas, protege administradores.

3.3.2 Justificativas

A *business judgment rule* limita a revisão judicial das decisões negociais adotadas pelo conselho de administração, como forma de balancear dois valores caros à estrutura societária, autoridade decisória do conselho versus responsabilização dos administradores. Mas por que atribuir à regra tal função?

Inicialmente, há um reconhecimento geral por parte das cortes americanas no sentido de que até mesmo administradores desinteressados, bem intencionados e informados podem adotar decisões que, vistas de forma retrospectiva, mostram-se imprudentes e causam prejuízos à companhia. Ao reconhecer essa falibilidade humana, a proteção produzida pela *business judgment rule* encoraja indivíduos competentes a assumirem o cargo de administrador, posição da qual declinariam caso estivessem sujeitos a responsabilização pessoal por toda e qualquer decisão que, mesmo que adotada em respeito aos seus deveres fiduciários, tenha causado prejuízos à companhia[235].

Ademais, negócios de grande potencial lucrativo em regra apresentam certo nível de incerteza e risco. Com efeito, é do interesse dos acionistas que a companhia embarque em negócios de risco; contudo, os administradores não o farão se os prejuízos decorrentes deste risco recaírem sobre seus ombros. A *business judgment rule*, ao proteger os administradores criando a presunção de que agiram de forma desinteressada e independente, com cuidado e de boa-fé, encoraja-os a engajar a companhia em negócios de certa forma arriscados, porém, potencialmente lucrativos. Como consequência disso, a proteção proporcionada pela regra aos administradores permite que a companhia se aventure em novos mercados, crie novos produtos, invista em tecnologias inovadoras, etc., impulsionando o desenvolvimento econômico. "Caso a Corte repartisse responsabilidades com base no resultado final de decisões adotadas de boa-fé por administradores ou diretores honestos, eles necessariamente adotariam decisões que reduzam riscos, não que maximizem valor. Todas as vantagens proporcionadas por esse sistema inovador, de

---

[234] Tradução livre de: "the business judgment rule is designed to give deference to directors in their role as managers, while, at the same time, protecting shareholders from managerial decisions that transgress director's fiduciary role" (MORAN, J.P., *Op. cit.*, p. 345).

[235] BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *Op. cit.*, p. 12.

assunção de riscos, criador de riqueza, representado por Delaware não mais existiria, com resultados desastrosos para acionistas e a sociedade como um todo."[236]

É desejável, ainda, que tribunais não se imiscuam nos assuntos de competência dos conselhos de administração das companhias. Isso porque juízes analisam fatos; examinam os autos do processo e determinam, com base nas informações constantes daqueles autos, como se deu determinam fato (decisão) pretérito. O tempo não é um fator decisivo a um juiz para que forme seu convencimento. O mesmo não ocorre numa reunião do conselho de administração. Administradores são chamadas a prever o que acontecerá; avaliam alternativas possíveis e frequentemente devem fazer escolhas rápidas baseadas em informações imperfeitas e incompletas. Tais circunstâncias dificilmente são reproduzidas com fidelidade perante uma corte anos mais tarde. O que no momento da tomada da decisão mostrava-se coerente e prudente pode aparentar um mero palpite, uma atitude irresponsável e negligente anos mais tarde quando todos os fatos e circunstâncias são conhecidos. Com efeito, o exame de forma retrospectiva da decisão adotada é um meio inadequado de avaliação da conduta dos administradores[237]. Por estas razões, o conselho de administração, e não os tribunais, tem melhores condições de avaliar se a decisão negocial era ou não adequada para a ocasião.

Há também a questão da qualificação profissional dos administradores, detentores de habilidades, conhecimento e informações em regra não disponíveis a juízes, portanto, menos preparados para avaliar a conveniência e oportunidade de uma decisão empresarial. "Existe, é claro que sim, o risco de subjetivismo e construções equivocadas, máxime por parte de quem não tem conhecimentos suficientes de disciplinas instrumentais do mundo

---

[236] Tradução livre de: "Should the Court apportion liability based on the ultimate outcome of decisions taken in good faith by faithful directors or officers, those decision-makers would necessarily take decisions that minimize risk, not maximize value. The entire advantage of the risk-taking, innovative, wealth-creating engine that is the Delaware corporation would cease to exist, with disastrous results for shareholders and society alike." (*In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693, p. 4, disponível em http://www.fordham.edu/law/faculty/patterson/corporations/materials/disney.html, acessado em 17/06/2014).

[237] Jay P. Moran traz uma situação simples, mas que bem exemplifica a questão: Suponha que um fazendeiro esteja avaliando duas opções: colher a safra agora ou mais tarde. Se colher agora, a safra será vendida por $ 100; se mais tarde, por $ 500. Contudo, se o fazendeiro esperar, ele corre o risco que uma tempestade destrua a safra. Baseada em suas pesquisas e experiências, o fazendeiro conclui que há 50% de chances que uma tempestade atinja sua safra, bem como que a realização de mais pesquisas sobre o assunto o custaria mais em tempo do que determinar com maior precisão a exata probabilidade de uma tempestade atingir a safra. Usando princípios básicos de probabilidade, o fazendeiro conclui que o valor esperado decorrente da decisão de colher a safra agora é de $ 100 e o de colher a safra mais tarde é de 0,5 vezes $ 500, ou $ 250. Portanto, ele decide esperar. Infelizmente, uma tempestade o atinge e sua safra é arruinada. Analisando de forma retrospectiva, pode-se sugerir que a decisão do fazendeiro foi ruim porque, como os fato se sucederam, ele poderia ter ganho $ 100, mas, ao contrário, perdeu tudo. A decisão, contudo, levando em conta as informações disponíveis, foi na realidade boa, pois a colheita imediata significaria perda de $ 150 do valor esperado. (MORAN, J.P., *Op. cit.*, p. 351, nota de rodapé 59).

dos negócios (contabilidade, gestão, matemática financeira etc.) e não está afeito às suas particularidades (...)”[238]. Além disso, um administrador que causar prejuízo à companhia por uma decisão negocial que se mostrou no futuro negligente pode sempre ser substituído pelo voto dos acionistas; não há mecanismo de seleção semelhante aplicável ao juiz ao qual, por meio do processo de revisão judicial, é transferido o poder de decidir se determinada decisão negocial foi correta ou não. Dessa forma, acionistas preferem o risco de um erro cometido pelo administrador ao erro cometido por um juiz; portanto, é preferível que juízes se abstenham de rever decisões adotadas pelo conselho de administração.

Por fim, ao cumprir sua função de preservar a autoridade decisória do conselho de administração, a *business judgment rule* garante que os administradores administrem a companhia, não os acionistas.

3.3.3 As justificativas são plausíveis?

Mas se poderia cogitar: um motorista de automóvel, por exemplo, que atropela um pedestre, não goza da presunção de que dirigia com o mesmo nível de atenção e cuidado que outro motorista em situação similar dirigiria, e por esta razão sua conduta será sempre examinada por um tribunal para determinar se foi ela negligente ou não; por que então o administrador de companhia deve ser agraciado com tal benefício? Bayless Manning, ao examinar a realidade do dia a dia de um conselho de administração, dá a resposta[239].

Todos sabem o que o motorista faz: ele dirige o carro, e o senso comum dita *o que* um motorista normalmente deve fazer numa determinada situação e, consequentemente, *como* deve fazê-lo. O mesmo não ocorre com os membros de um conselho de administração.

A decisão do conselho sobre determinada operação resulta da ponderação de diversos fatores interligados e variáveis. Nenhuma ação pode ser avaliada como se fosse uma decisão isolada em si. Ocasionalmente pode-se discernir uma ação clara e objetiva a ser adotada pelo conselho – como encerrar definitivament as operações no exterior –, mas estas são pouco frequentes, e mesmo quando surgem invariavelmente estão ligadas a outras implicações negociais, como, por exemplo, decidir pela nao demissão do CEO e ao mesmo

---

[238] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 208.
[239] MANNING, Bayless, *Op. cit.*, p. 1493-1495.

tempo adotar providências para encontrar um sucessor para ocupar o cargo[240]. Com efeito, o agir do conselho de administração, a própria tomada de decisão, é um processo, um fluxo de eventos, não um ato isolado em si.

Em vista das especificidades do modo de funcionamento do conselho de administração, a analogia com motorista de automóvel – ou outra qualquer – simplesmente não pode ser feita na medida em que a avaliação da conduta levará em conta não a performance geral da pessoa enquanto motorista, mas sim um evento certo e determinado, vale dizer, o acidente. Seria no mínimo estranho dizer que o motorista não deve ser responsabilizado por um acidente que causou porque fora previamente cauteloso ao fazer as revisões do carro, trocar os pneus desgastados e não ter atravessado nenhum semáforo vermelho. O agir do conselho de administração a ser avaliado, por outro lado, não se limita ao evento "decidir" (análogo ao evento "acidente"), mas envolve todos os atos anteriormente praticados que o levaram a adotar a decisão questionada.

Noutras palavras, o referencial de análise do cumprimento ou não do dever legal do motorista é o evento isolado "acidente", não sua performance geral como motorista; o referencial do administrador, por sua vez, é a sua performance no exercício de suas funções de administrador, não a decisão negocial que porventura cause prejuízo.

3.4 ELEMENTOS DA *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Cinco elementos devem estar presentes para que presunção proporcionada pela *business judgment rule* não seja afastada e os membros do conselho de administração e a decisão por eles adotada estejam protegidos contra revisão judicial *a posteriori*: decisão negocial, desinteresse e independência, diligência, boa-fé e ausência de abuso de discricionariedade.

3.4.1 Decisão negocial

A *business judgment rule* protege administradores na medida em que suas ações reflitam seu julgamento sobre um negócio, uma transação. Com efeito, para serem beneficiados pela presunção criada pela regra, deve haver uma decisão negocial por eles adotada; consequentemente, a omissão não merece proteção.

---

[240] MANNING, Bayless, *Op. cit.*, p. 1489-1490.

Mas omissão não se confunde com ausência de uma decisão; o não-agir também pode decorrer da decisão de não se adotar uma ação, e esta decisão é protegida. Não fosse assim, sempre existirá um fato, uma questão, um assunto X, a partir do qual se poderá sustentar omissão do conselho por não examiná-lo. Neste sentido, o acionista sempre poderá alegar que uma pessoa razoavelmente prudente, nas mesmas circunstâncias, teria explorado o fato, a questão, o assunto X, e que ao não fazê-lo, o conselho se mostrou omisso. Mas assim não é porque, dentre as inúmeras questões e ações que um conselho poderia ter analisado e adotado em certo intervalo de tempo, o número das que não foram por eles analisadas e adotadas supera em muito o das que de fato foram. O rol de possíveis assuntos a serem incluídos na agenda de reunião do conselho é infinito e são mutuamente excludentes, vale dizer, as horas gastas em determinado assunto são horas não dedicadas a infinitos outros, sendo que estas sempre excederão em muito aquelas. "A ação mais importante é a escolha sobre o que agir."[241]

Além disso, para merecer a proteção conferida pela *business judgment rule*, a decisão deve ter como objeto um negócio. Uma decisão do conselho que tem como objeto a interpretação e aplicação de regras do estatuto, por exemplo, não será protegida pela regra caso cause prejuízo à companhia, na medida em que não se trata de uma decisão empresarial, sobre uma operação[242].

Deve, portanto, haver uma decisão – ainda que seja uma decisão por não agir – e esta decisão deve ter por objeto um negócio.

3.4.2 Desinteresse e independência: materialidade do interesse

O elemento interesse tem relação com o benefício auferido pelo administrador com a decisão de cuja aprovação participou, não partilhado com os acionistas. Pode ser eminentemente financeiro ou particular, como a decisão que perpetua o administrador no controle da companhia[243]. Independência, por sua vez, refere-se à subordinação das

---

[241] Tradução livre de: "The most important action is the choice of what to act on." (MANNING, Bayless, *Op. cit.*, p. 1485).

[242] "The Delaware Court of Chancery has held that the question whether a contract violates Delaware law by precluding directors from meeting statutory and fiduciary obligations 'is a question of law' and 'does not fall into the realm of business judgment; it cannot be definitively determined by the informed, good faith judgment of the board.' (…) 'a necessary predicate for the application of the business judgment rule is that the directors' decision be that of a business judgment and not a decision… which construes and applies a statute and a corporate bylaw.'" (BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *Op. cit.*, p. 41).

[243] "Interestedness requires 'either a financial interest or entrenchment.' To plead entrenchment, a plaintiff 'must allege facts sufficient to show that the 'sole or primary purpose' of the challenge board action

decisões do administrador a interesses outros que não os da companhia, como fornecedores, credores, grupos de acionistas, controlador, etc., capazes de influenciar sua conduta.

Para afastar a proteção proporcionada pela regra, não basta mera alegação de interesse ou de que a decisão potencialmente pode levar à perpetuação do poder nas mãos do administrador; exige-se a demonstração de fatos concretos relacionados ao benefício específico decorrente da decisão contestada. Da mesma forma, deve-se demonstrar a relação de subordinação da conduta do administrador aos interesses do credor, fornecedor, grupo de acionistas, controlados, etc., a fim de afastar a presunção de independência.

Neste sentido, de acordo com a Suprema Corte de Delaware, para desqualificar o elemento desinteresses e independência, deve-se demonstrar a materialidade do interesse do administrador em relação à sua independência e a materialidade do interesse em relação à independência do conselho. E deu o seguinte exemplo no julgamento do caso *Cinerama, Inc. v. Technicolor*[244]:

> Considere o caso da venda de uma companhia cujo CEO detém 35% das ações e o vice-presidente 10%. A empresa tem uma avaliação de $ 100 milhões. Os dois detêm juntos maioria no conselho. Cada um tem um salário e pacote de benefícios no valor aproximado de $ 550 mil por ano. A venda da companhia é negociada com terceiros por $ 160 milhões em dinheiro. Como parte da transação, fica acordado que os dois manterão seus cargos na companhia com salário mais elevado (digamos, o dobro).
> Suponha agora que um acionista processa os administradores, alegando que eles negligentemente falharam em não obter o melhor preço disponível. Os administradores não compraram a Companhia, não travaram a venda. O acionista também afirma que os administradores forçaram a transação em vez de buscarem uma proposta maior que poderia ter sido oferecida, para obterem os salários mais altos propostos pelo adquirente. Devem os administradores assumir o ônus de provar toda a justiça da transação?

No exemplo dado, a corte concluiu que os administradores tinham interesse financeiro na venda da companhia não partilhado com os demais acionistas, porém, não tinham interesse financeiro material na transação diferente do dos demais acionistas.

---

was to perpetuate the directors in the control of the corporation.'" (BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A., *Op. cit.*, p. 44).

[244] Tradução livre de: "Consider the case of the sale of a public company which is owned 35% by the CEO and 10% by the company's vice president. The company has a market capitalization of $ 100 million. The two officers constitute a majority of the board. Each has a salary and benefit package worth approximately $ 550,000 per year. During arm's-length bargaining an acquisition of the corporation is negotiated with a third party for $ 160 million cash. As part of the transaction, it is agreed that the two officers will remain as officers of the company at a new higher (say doubled) salary.

Assume now that a shareholder sues the directors claiming that they negligently failed to get the best available price. The directors didn't shop the Company, "locked-up" the sale, and had no fiduciary out in the merger agreement. Plaintiff also (implausibly) asserts that the directors pushed the transaction rather than search for a higher alternative that might have been found in order to get the higher salaries that the acquiror proposed. Must the directors assume the burden of establishing the entire fairness of the transaction?" (Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., *Op. cit.*, p. 571-572).

Considerou que o fato de Morton Kamerman, CEO da Technicolor, ter negociado benefícios em seu contrato de trabalho em conexão com a venda da Technicolor à MacAndrews & Forbes Group não caracteriza a materialidade de seu interesse financeiro na transação porque, em virtude da importância e respeito que ele gozava perante o conselho e a companhia, era improvável que não obtivesse benefícios semelhantes mesmo que a companhia não fosse vendida, ou se fosse vendida a outro comprador.

No caso *Ryan v. Tad's Enterprises, Inc.*[245], a corte dá exemplo do que seria interesse material. Tratou-se da venda da rede de restaurantes pertencente a Tad's Enterprises, controlada por Donald e Neal Townsend, para a The Riese Organization por US$ 9,75 milhões, em que os Townsends negociaram, além de suas parcelas do valor pago na venda, o um adicional de US$ 2 milhões por serviços de consultoria e um acordo de não-concorrência que prestariam, valor este não partilhado com os acionistas minoritários de Tad's.

A corte explicou que se Riese tivesse pago os US$ 2 milhões a Tad's em vez de diretamente aos Townsends, eles teriam recebido o valor aproximado de US$ 1,5 milhão, proporcional à participação deles no capital de Tad's. Mas ao negociarem, como condição da venda, um contrato de prestação de serviços de consultoria e um acordo de não-concorrência que beneficiaram somente a eles mesmos, obtiveram um ganho adicional de US$ 500.000 na transação (esse ganho representava mais que o dobro do salário anual de ambos combinado, e um prêmio de 7% pagos às ações dos Townsends em comparação com as dos demais acionistas).

O ganho adicional auferido pelos Townsends com essa manobra foi considerado como um incentivo a que a negociação dos US$ 2 milhões se desse diretamente entre Riese e Townsend, e não entre Riese e Tad's, opção em que o valor seria diluído entre os demais acionistas de Tad's, diminuindo a parcela que caberia aos Townsends. Com efeito, para a Corte de Delaware o ganho adicional representa um interesse financeiro material dos Townsends conflitante com os interesses dos demais acionistas da Tad's Enterprises.

No que diz respeito à materialidade do interesse em relação à independência do conselho, ela se caracteriza quando o administrador interessado controla ou domina o conselho ou não divulga aos demais administradores seu interesse na transação, interesse

[245] Ryan v. Tad's Enterprise, Inc., 709 A.2d 682, disponível em http://courts.delaware.gov/, acessado em 15/06/2014.

este que poderia ser considerado relevante por um membro do conselho na avaliação da operação[246].

3.4.3 Diligência: negligência grave

O elemento diligência da *business judgment rule* – que não se confunde com o dever (padrão) de diligência examinado no Capítulo 2, item 2.3 – tem relação com o processo decisório do conselho, não com o conteúdo, acertado ou não, da decisão. Para se beneficiarem da proteção conferida pela regra, os administradores devem estar razoavelmente informados a respeito da decisão que pretendem adotar, no sentido de que tomaram conhecimento de todas as informações razoavelmente disponíveis a eles.

Não há, contudo, uma fórmula, procedimento ou método específico que deva ser seguido pelos administradores para que sejam considerados razoavelmente informados sobre a decisão a se adotar. É impossível exigir deles uma investigação ideal ou perfeita, em que antecipem todos os fatos e circunstâncias envolvendo a transação a resistir uma revisão judicial, notadamente quando sabido que lidam com e agem sobre informações imperfeitas e incompletas. Ademais, a busca por informações é custosa; avaliar se o benefício advindo da busca por informações adicionais compensa seu custo é em si uma decisão negocial[247].

O critério para avaliar se o conselho está devidamente munido das informações necessárias para adotar a decisão, a medida do elemento diligência requerida, é a negligência grave (*gross negligence*), que significa "indiferença imprudente ou desrespeito deliberado para com todo o corpo de acionistas ou ações que estejam além dos limites da razão."[248]

---

[246] "(…) the Supreme Court held that 'a material interest of 'one or more directors less than a majority of those voting' would rebut the application of the business judgment rule if the plaintiff proved that 'the interested director *controls* or *dominates* the board as a whole or [that] 'the interested director *fail[ed] to disclose his interest* in the transaction to the board *and* a reasonable board member would have regarded the existence of the material interest as a significant fact in the evaluation of the proposes transaction.'" (BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A., *Op. cit.*, p. 51).

[247] "(…) 'the amount of information that is prudent to have before the decision is made is itself a business judgment' entitled to business judgment rule protection." (BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A., *Ibidem*, p. 80).

[248] Tradução livre de: "reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders or actions which are without the bounds of reason." (BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A., *Op. cit.*, p. 76 e 135). "Gross Negligence, The Intentional failure to perform a manifest duty in reckless disregard of the consequences as affecting the life or property of another; such a gross want of care and regard for the rights of others as to justify the presumption of willfulness and wantonness." (BLACK, Henry Campbell, Black's Law Dictionary, 4th ed., St. Paul: West, 1951, p. 1185).

É gravemente negligente a conduta do administrador que não busque o mínimo de informações a respeito da decisão a se adotar. A descaracterização do elemento diligência, com a consequente responsabilização do administrador, contudo, é pouco comum na jurisprudência norte-americana justamente por causa do elevado padrão imposto pelo conceito de grave negligência. Normalmente está presente em casos em que administradores simplesmente limitam-se a aprovar uma operação sem um mínimo de precaução, investigação ou questionamento[249]. Neste sentido, tem-se considerado como satisfeito o elemento diligência, por exemplo, quando o conselho disponibiliza a documentação relevante sobre a transação para análise dos administradores antes da reunião; a documentação é examinada e revista por consultores legais e financeiros; o tempo dedicado à discussão é compatível com a complexidade da decisão a ser adotada; os administradores estão familiarizados com ou participaram de transações similares; discute-se os prováveis efeitos da transação sobre a companhia; a opinião de terceiros interessados (como credores) é ouvida; o grau de envolvimento de administradores desinteressados na negociação, etc.[250]

Enfim, são diversos os fatores a serem considerados na verificação do elemento diligência; contudo, a exata medida necessária a sua caracterização somente o exame do caso concreto pode revelar.

3.4.4 Boa-fé: violação intencional de um dever

A Suprema Corte de Delaware entende a boa-fé como elemento do dever de lealdade: "A falha em agir de boa-fé pode resultar em responsabilidade porque a obrigação de agir de boa-fé 'é um elementos subsidiário [,]' i.e., uma condição, do fundamental dever de lealdade.' Isso porque a demonstração de uma conduta de má-fé, nos termos descritos em *Disney* e *Caremark*, é essencial para estabelecer a responsabilização do administrador decorrente do dever de vigilância, e o dever fiduciário violado por aquela conduta é o dever de lealdade."[251- 252]

---

[249] BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A., *Op. cit.*, p. 167-172.

[250] BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A., *Ibidem*, p. 189-194.

[251] Tradução livre de: "The failure to act in good faith may result in liability because the requirement to act in good faith 'is a subsidiary element[,]' i.e., a condition, 'of the fundamental duty of loyalty.' It follows that because a showing of bad faith conduct, in the sense described in Disney and Caremark, is essential to establish director oversight liability, the fiduciary duty violated by that conduct is the duty of loyalty." (Stone v. Ritter, *Op. cit.*, p. 369-370).

[252] Sobre os diferentes posicionamentos da doutrina norte-americana a respeito do papel da boa-fé na *business judgment rule*, vide Robert Baker, In re Walt Disney: What It Means to the Definition of Good

O dever de lealdade exige do administrador que a decisão adotada sirva aos melhores interesses da companhia e de seus acionistas. Mas ao decidir qual ação melhor servirá a tais interesses, os administradores devem fazer previsões, e jamais terão a certeza de que a decisão adotada com base nestas previsões sairá como planejado. Porque dos administradores (e de ninguém) não é exigido ter certeza daquilo que ocorrerá no futuro, a *business judgment rule* lhes permite amparar suas decisões na crença honesta, de boa-fé, sobre como as coisas provavelmente ocorrerão. Por esta razão, as decisões adotadas pelos administradores devem estar amparadas na crença honesta, de boa-fé, de que o caminho por eles escolhido seja o mais adequado aos interesses da companhia. E boa-fé seria o estado mental, essa crença, que inspira a decisão[253].

No caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, a Suprema Corte de Delaware não deu uma definição propriamente dita do que entende por boa-fé (em nenhum julgado o fez), mas descreveu o padrão a ser observado para caracterizá-la: "o conceito de violação intencional de um dever, o desrespeito consciente da responsabilidade de alguém, é um apropriado (porém não o único) padrão para determinar se o fiduciário agiu de boa-fé. Indiferença deliberada e inação em face de um dever de agir é, em minha opinião, conduta claramente desleal para com a companhia É a epítome da conduta desonesta."[254]. Com efeito, a decisão não é de boa-fé quando, ao adotá-la, o administrador abdica, desrespeita intencionalmente seus deveres.

Há aqui uma importante implicação sobre o alcance do elemento boa-fé. A Seção 102(b)(7) do Código de Delaware permite seja inserida no estatuto social uma cláusula limitando a responsabilidade dos administradores por danos causados à companhia por violação ao dever de lealdade ou por atos ou omissões que não reflitam sua boa-fé ou envolvam má-conduta intencional ou violação da lei[255]. Na prática, referida cláusula

---

Faith, Exculpatory Clauses, and the Nature of Executive Compensation, 4 Fla. St. U. Bus. Rev. 261 (2005); Carter G. Bishop, A Good Faith Revival of Duty of Care Liability in Business Organization Law, 41 Tulsa L. Rev. 479 (2006); Sarah Helene Duggin & Stephen M. Goldman, Restoring Trust in Corporate Directors: The Disney Standard and the "New" Good Faith, 56 Am. U. L. Rev. 211 (2006); Sean J. Griffith, Good Faith Business Judgment: A Theory of Rhetoric in Corporate Law Jurisprudence, 55 Duke L.J. 1 (2005); Janet E. Kerr, Developments in Corporate Governance: The Duty of Good Faith and Its Impact on Director Conduct, 13 Geo. Mason L. Rev. 1037 (2006); Hillary A. Sale, Delaware's Good Faith, 89 Cornell L. Rev. 456 (2004).

[253] FURLOW, Clark W., *Op. cit.*, p. 1069-1070.

[254] Tradução livre de: "the concept of *intentional dereliction of duty, a conscious disregard for one's responsibilities,* is an appropriate (although not the only) standard for determining whether fiduciaries have acted in good faith. Deliberate indifference and inaction *in the face of a duty to act* is, in my mind, conduct that is clearly disloyal to the corporation. It is the epitome of faithless conduct." (*In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* Civil Action No. 15452, p. 123, disponível em http://courts.delaware.gov/, acessado em 15/06/2014).

[255] "§ 102 Contents of certificate of incorporation (…)

impede a responsabilização dos administradores por violação ao dever de diligência, ainda que comprovada negligência grave, restando aos autores da ação demonstrar má-fé na omissão ou na prática de determinado ato, os quais, segundo o entendimento da Suprema Corte de Delaware, implicam violação do dever de lealdade.

No caso em questão, os autores enumeraram diversas falhas do conselho de administração da Walt Disney Company no processo que conduziu à decisão de contratar Michael Ovitz para o cargo de presidente da companhia e no processo pelo qual, após apenas quatorze dos sessenta meses contratualmente estipulados para o exercício da função, com resultados pífios, o conselho permitiu a rescisão do contrato, que resultou numa indenização a Ovitz de US$ 140 milhões. Os administradores alegaram que falhas no processo decisório constituiriam violação do dever de diligência, contra a qual estariam protegidos pela cláusula de exclusão de responsabilidade inserida no estatuto social.

A corte rejeitou esse argumento sob a justificativa de que as alegações dos autores sugeriam que os administradores não foram apenas gravemente negligentes no processo de adoção da decisão questionado, mas que eles teriam falhado em exercer *qualquer* julgamento sobre a decisão ou em fazer *qualquer* tentativa de cumprir com seus deveres fiduciários. Eles tinham ciência de que estavam adotando uma decisão sem a adequada informação e deliberação a respeito dos fatos que a envolviam, e simplesmente ignoraram os possíveis efeitos danosos à companhia e aos acionistas. Teriam abdicado da responsabilidade de avaliar de forma apropriada uma ação de grande importância para a companhia, o que suscita dúvidas sobre a boa-fé do processo decisório, vale dizer, se foi ou não empregado com vistas a atender aos interesses da companhia[256].

Perceba-se a diferença entre violar o dever de diligência e abdicar, desrespeitar intencionalmente o dever de diligência: no primeiro exerce-se tão pouco cuidado na avaliação das informações disponíveis que a conduta do administrador é considerada gravemente negligente; na segunda, o administrador não exerce cuidado algum. Se constatada a segunda hipótese, não se estará diante de um caso de violação do dever de diligência, mas sim do dever de lealdade por ausência de boa-fé.

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

(7) A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law;".

[256] FURLOW, Clark W., *Op. cit.*, p. 1076.

No caso *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* examinou-se a violação intencional de um dever no contexto do dever de supervisão (que, conforme a doutrina norte-americana, ao lado da função decisória do conselho, constitui os dois aspectos do dever de diligência[257]). Nele questionou-se a aprovação de um acordo numa ação movida pelos acionistas da Caremark, em que buscavam a responsabilização pessoal dos administradores por multas pagas pela companhia para por fim a acusação de que teria ela, por meio de seus empregados e colaboradores, violado lei federal. Os autores alegaram que a violação da lei federal resultou da falha do conselho em monitorar ativamente o cumprimento da legislação pertinente por parte dos empregados da companhia. Os administradores, por sua vez, por se tratar em tese de descumprimento do dever de diligência (*oversight function*), valeram-se da cláusula de exclusão de responsabilidade prevista no estatuto da Caremark (a aqui já mencionada Seção 102(b)(7) do Código de Delaware)[258].

A Corte de Chancelaria entendeu que somente uma contínua ou sistemática falha no exercício da função de supervisão – como o fracasso total em tentar garantir a existência de um sistema de informação e comunicação razoável – é evidência de falta de boa-fé por parte dos administradores[259]. A contínua e sistemática falha da função de supervisão, portanto, implica violação intencional de um dever[260], padrão necessário a caracterizar a ausência de boa-fé na conduta dos administradores e a consequente violação do dever de lealdade.

Com efeito, condutas como as descritas em *Disney* e *Caremark* caracterizam o desrespeito intencional de um dever, padrão utilizado pela Suprema Corte de Delaware para avaliar a presença do elemento boa-fé na decisão adotada pelos administradores ou na sua omissão ao não adotá-la, necessária a caracterizar a violação do dever de lealdade.

3.4.5 Discricionariedade limitada: razoabilidade e racionalidade

---

[257] Vide Capítulo 2, item 2.3.

[258] *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

[259] "In my opinion only a sustained or systematic failure of the board to exercise oversight – such as an utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting system exists – will establish the lack of good faith that is a necessary condition do liability." (*In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, *Op. cit.*, p. 971).

[260] "In Disney , we identified the following examples of conduct that would establish a failure to act in good faith: A failure to act in good faith may be shown, for instance, (…) where the fiduciary intentionally fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for his duties. (…) The third of these examples describes, and is fully consistent with, the lack of good faith conduct that the Caremark court held was a "necessary condition" for director oversight liability, i.e., "a sustained or systematic failure of the board to exercise oversight – such as an utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting system exists…" (Stone v. Ritter, *Op. cit.*, p. 368).

Tradicionalmente trata-se a ausência de abuso de discricionariedade por parte dos administradores na adoção de uma decisão negocial como elemento necessário a permitir a incidência da proteção proporcionada pela *business judgment rule*. Abuso de discricionariedade pode ser definido como uma decisão de tal forma aberrante, irrazoável, que a ela não é possível atribuir qualquer propósito racional.

São raros os julgados que dele tratam. Um deles foi o caso *Gimbel v. Signal Companies*, em que o conselho da Signal aprovou a venda de sua subsidiária Signal Oil por US$ 280 milhões abaixo do valor que esta alegava valer. A Corte de Chancelaria concluiu que a disparidade entre o preço pelo qual Signal Oil foi vendida e as avaliações da subsidiária apresentadas nos autos era tão escandalosa que a decisão do conselho não era merecedora da proteção conferida pela *business judgment rule*, permitindo assim a análise de seu conteúdo.

De acordo com essa concepção, a *business judgment rule* não afastaria por completo o exame judicial sobre o conteúdo de uma decisão do conselho contestada; o juiz poderia analisa-la não para substituir a vontade do conselho pela sua, mas para determinar se a conduta dos administradores constituiu ou não abuso de discricionariedade. Neste sentido, a regra não protege uma decisão irrazoável ao ponto de extrapolar os limites admissíveis da discricionariedade. "Claro que mesmo que a *business judgment rule* seja aplicada, há um espaço restrito, residual, para revisão judicial. A *business judgment rule*, no fundo, sugere um teste algumas vezes deselegantemente descrito como um teste 'off-the-wall'. Vale dizer, uma decisão diretiva não pode prevalecer se for 'escandalosa' ou 'um grave abuso de discrição' ou uma decisão que 'não posa ser atribuída a um propósito empresarial racional,', etc."[261]

A jurisprudência atual, contudo, entende que o abuso de discricionariedade não mais constitui elemento a afastar a aplicação da regra; se presente uma decisão negocial, adotada por administradores desinteressados e independentes, com diligência e boa-fé, não há espaço para considerações judiciais a respeito de seu conteúdo, não importando o quão

[261] Tradução livre de: "Of course, even if the business judgment rule is applicable, there is some narrow, residual judicial review. The business judgment rule, at bottom, implies a test which has sometimes been inelegantly described as 'of-the-wall' test. That is, a directorial decision cannot be allowed to stand if it is 'egregious' or 'a gross abuse of discretion' or a decision which 'cannot be attributed to any rational business purpose,' or the like." (VEASEY, E. Norman. Duty of Loyalty: The Criticality of the Counselor's Role, 45 Bus. Law. 2065 1989-1990, p. 2071-2072).

bizarra, estúpida ou irracional a decisão for[262]. Exemplo disso é o caso *Caremark*, em que a Corte de Delaware questiona sobre que base moral um acionistas poderia atacar uma decisão adotada pelo administrador de boa-fé como sendo irrazoável ou irracional, e conclui que se os acionistas entendem terem direito a um julgamento, uma decisão diferente daquela adotada pelo administrador de boa-fé, deveriam eles terem eleito outra pessoa para o conselho[263].

O que importa para efeitos de aplicação da *business judgment rule* não é a correção da decisão adotada, mas sim o processo pelo qual foi adotada.

3.5 A REGRA EM FUNCIONAMENTO

A jurisprudência norte-americana consagrou, através da *business judgment rule*, princípio fundamental da legislação societária daquele país de que os assuntos e negócios da companhia são administrador pelo ou sob a direção do conselho de administração.

Aos membros do conselho de administração é conferida a presunção de que, ao adotarem uma decisão negocial, agiram de maneira informada, independente, desinteressada, e visando de boa-fé ao melhor interesse da companhia, o que impede que o conteúdo da decisão seja revisto *a posteriori*. Noutras palavras, a regra presume que os administradores observaram seu dever fiduciário de diligência e de lealdade[264].

A presunção somente é afastada se aqueles que contestam a decisão adotada apresentarem fatos que suscitem dúvidas sobre se os administradores violaram ou não um dever fiduciário[265]. Feita essa análise preliminar, se constada a dúvida, a ação é recebida e o caso é levado a julgamento, oportunidade em que as partes produzirão provas a fim de demonstrar se a decisão examinada vai ao encontro de ou de encontro aos critérios de avaliação da regra (elementos da regra), vale dizer, verificar-se-á se de fato houve violação

---

[262] "(…) to allege that a corporation has suffered a loss as a result of a lawful transaction, within the corporations' powers, authorized by a corporate fiduciary acting in a good faith pursuit of corporate purposes, does not state a claim for relief against that fiduciary no matter how foolish the investment may appear in retrospect." (Gagliardi v. Tri-Foods International, Inc., 683 A.2d 1049 (Del. Ch. 1996), p. 1052).

[263] *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, *Op. cit.*, p. 968.

[264] FURLOW, Clark W., *Op. cit.*, p. 1083.

[265] "In order for demand to be excused under the second prong of *Aronson*, plaintiffs must allege particularized facts that raise doubts about whether the challenge transaction is entitled to the protection of the business judgment rule. Plaintiffs may rebut the presumption that the board's decision is entitled to deference by raising a reason to doubt whether the board's action was taken on an informed basis or whether the directors honestly and in good faith believed that the action was in the best interest of the corporation. Thus, plaintiffs must plead particularized facts sufficient to raise (1) a reason to doubt that the action was taken honestly and in good faith or (2) a reason to doubt that the board was adequately informed in making the decision." (*In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, *Op. cit.*, p. 6).

do dever de diligência na adoção de uma decisão negocial se comprovado que os administradores foram gravemente negligentes no respectivo processo decisório, e do dever de lealdade se constatada a materialidade do interesse ou a violação intencional de um dever.

Isso ainda não significa necessariamente a responsabilização dos administradores; se verificado de fato algum dos elementos da regra, inverte-se o ônus da prova, e a eles incumbirá demonstrar que a decisão adotada foi produto de uma negociação justa e reflete um preço justo (teste de justiça).

Quatro casos concretos e paradigmáticos servem a explicar a regra em funcionamento. São eles os aqui já citados *Caremark*, em que o conteúdo da decisão questionada não foi reexaminado porque não foram encontradas evidências suficientes a afastar a presunção criada pela regra; *Disney*, em que foram encontradas evidências, porém, a proteção proporcionada não foi afastada porque a conduta dos administradores não se subsumiu aos critérios de responsabilização da *business judgment rule*; *Technicolor*, em que a presunção foi afastada, a conduta enquadrou-se nos critérios de responsabilização e a decisão adotada pelos administradores foi examinada sob o teste de justiça; e o *Trans Union Case*, um dos raros exemplos de responsabilização de administradores por quebra de dever fiduciário encontrados na jurisprudência de Delaware.

3.5.1 *Caremark*

Caremark International, Inc. é uma empresa prestadora de serviços de assistência médica alternativos, como terapias de crescimento hormonal, de hemofilia, tratamentos contra HIV/Aids, além de programas de prescrição de medicamentos e a operacionalização de grupos médicos multidisciplinares. Parte substancial de suas receitas provinha do reembolso de programas de seguro saúde como Medicare e Medicaid[266], os quais proíbem empresas prestadoras de serviços de assistência médica a realizar qualquer forma de pagamento em troca do encaminhamento de pacientes. A Caremark tinha por prática firmar contratos de consultoria e conceder bolsas de pesquisa a médicos que prescreviam ou recomendavam serviços ou produtos por ela prestados ou fornecidos aos beneficiários do Medicare e outros pacientes. Tal prática, a princípio, não era proibida, mas abria portas

[266] Medicare e Medicaid são programas de seguro saúde geridos pelo governo dos Estados Unidos da América.

para benefícios indevidos à Caremark, como, por exemplo, o encaminhamento de pacientes[267].

Em agosto de 1991 o Departamento de Saúde e Serviços Humanos dos Estados Unidos, ao analisar documentos da Caremark, identificou suspeitas de que teria ela pago honorários a médicos em troca de encaminhamento de pacientes do Medicare e Medicaid. Em resposta a esta investigação, Caremark adotou uma série de providências: atualizou o "Guia de Relações Contratuais", que servia de manual aos seus funcionários na contratação de médicos e hospitais, para proibir expressamente qualquer pagamento em troca de ou com o propósito de induzir o encaminhamento de pacientes, de forma a alinhá-lo às exigências das agências reguladoras competentes; adotou um plano de auditoria internar para assegurar a observâncias de suas políticas negociais e éticas; contratou empresa de auditoria externa; o comitê de auditoria e ética revisou seu regimento interno; foi criado um canal para denúncia anônima, à disposição de qualquer funcionário, de prática de condutas ilegais; os funcionários receberam constante treinamento sobre a forma de contratação de médicos e hospitais e orientação a respeito do manual de ética e sobre o cumprimento das leis que disciplinavam o mercado em que atuava; foram adotas novas políticas sobre modo de aprovação de reembolso de valores; dentre outras[268].

Apesar de ter adotado todas essas medidas de *compliance*, em 1994 surgiram diversas ações acusando Caremark de ter realizado pagamentos a médicos em troca de encaminhamento do pacientes em período anterior e até mesmo posterior à adoção de tais medidas. Visando por fim a estas demandas, Caremark realizou uma série de acordos judiciais e com órgãos governamentais, que lhe renderam um prejuízo de aproximadamente US$ 250 milhões em multas e indenizações, valor este objeto de ação proposta pelos acionistas contra os membros do conselho de administração por não terem eles monitorado a conduta dos funcionários da companhia, que praticaram o ato ilegal de pagar honorários a médicos que encaminhassem pacientes de programas governamentais como Medicare e Medicaid à Caremark[269].

Para responsabilizar pessoalmente os membros do conselho da Caremark por tal prejuízo, deveriam os acionistas autores da ação demonstrar, segundo a Corte de Chancelaria de Delaware, que os administradores tinham conhecimento ou deveriam saber, pelas informações que tinha à disposição, que violações à lei estavam ocorrendo e, em

---

[267] *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, *Op. cit.*, p. 961-962.
[268] *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, *Ibidem*, p. 962-964.
[269] *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, *Ibidem*, p. 960 e 965-966.

qualquer das hipóteses, que eles não adotaram nenhuma providência para de boa-fé prevenir ou remediar a situação, e que tal falha resultou nos danos alegados. A partir destes parâmetros, a corte analisou se os administradores de Caremark tinham conhecimento de práticas violadoras de lei e se falharam eles no seu dever de monitorar[270].

De acordo com os documentos e depoimentos constantes dos autos, o conselho sabia que Caremark havia firmado diversos contratos com médicos, pesquisadores, prestadores de serviços de assistência médica, sendo que alguns destes contratados prescreveram tratamentos de alguma forma fornecidos pela Caremark ou que deles participava, e que o reembolso pelos serviços de assistência médica a pacientes vinha de fundos governamentais, sujeito, portanto, às regras que proibiam a realização de qualquer forma de pagamento em troca de encaminhamento de pacientes. Mas os autos demonstraram também que o conselho fora informado pelo departamento jurídico da companhia de que tais práticas, apesar de contestáveis, não eram ilegais, não havendo razão alguma para desconfiar de tal parecer[271].

Além disso, a corte considerou que apenas a contínua ou sistemática falha no exercício da função de supervisão – como o fracasso total em tentar garantir a existência de um sistema de informação e comunicação razoável – seria capaz de estabelecer evidência da falta de boa-fé necessária à responsabilização pessoal dos administradores. E a partir deste parâmetro, entendeu que o sistema de informação existente em Caremark representava uma tentativa de boa-fé por parte dos administradores de manterem-se informados sobre os fatos relevantes da companhia. Somente se os administradores tivessem conhecimento dos atos específicos dos funcionários da Caremark, que levaram às acusações de pagamentos ilegais em troca de encaminhamento de pacientes, poderiam eles ser responsabilizados[272].

E ao final concluiu que os fatos e documentos constantes dos autos, numa análise preliminar, não constituíam evidências de que os membros do conselho de administração da Caremark conscientemente permitiram violações à lei ou lhes faltou boa-fé no exercício de suas responsabilidades de monitoramento[273]. Com efeito, os acionistas autores da ação não conseguiram apresentar nenhuma evidência de violação dos deveres fiduciários por parte dos administradores da Caremark de forma a afastar a presunção de que agiram eles

---

[270] *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, *Op. cit.*, p. 971.
[271] *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, *Idem*.
[272] *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, *Idem*.
[273] *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, *Ibidem*, p. 972.

de maneira informada, independente, desinteressada, e visando de boa-fé ao melhor interesse da companhia.

3.5.2 *Disney*

Em *Disney*, ao contrário do que se viu em *Caremark*, a Corte de Chancelaria de Delaware encontrou evidências nos fatos alegados pelos autores da ação suficientes a afastar a presunção criada pela regra e permitir o exame da conduta dos administradores no processo decisório questionado.

Tratou-se aqui do processo de contratação e demissão do presidente da Walt Disney Company, que resultou num prejuízo de US$ 140 milhões à companhia. Os autores da ação alegaram que Michael Eisner, CEO da Walt Disney Company, decidiu, sem ouvir os membros do conselho ou do comitê de remuneração, contratar seu amigo de longa data, Michael Ovitz, para o cargo de presidente da companhia. Em 13 agosto de 1995, Eisner informou sua decisão a três membros do conselho, os quais a ela se mostraram relutante. No dia seguinte, Eisner encaminhou a Ovitz um resumo dos termos da contratação, que previa a concessão de benefícios cujo montante Eisner fora alertado ser muito acima da média dos padrões praticados por Disney e em geral pelas companhias americanas. Além disso, um expert em remuneração de executivos alertou um dos membros do conselho das consequências e perigos decorrentes das vantagens oferecidas a Ovitz caso ele não cumprisse integralmente seu contrato[274].

O comitê de remuneração reuniu-se em 26 de setembro de 1995 por menos de uma hora. Três assuntos fizeram parte da pauta, sendo um deles o contrato de trabalho de Ovitz, e ao qual foi dedicado o menor tempo de discussão. Sobre ele o comitê limitou-se a fazer alguns poucos questionamento a Irwin Russel – um dos três membros do conselho consultado por Eisner em 13 de agosto de 1995 e seu advogado pessoal – e junto dele revisar um mero resumo incompleto do contrato. Imediatamente após isso o comitê adotou uma resolução de aprovação do contrato. Os autores afirmaram que nenhuma apresentação foi feita, nenhuma planilha analisada, nenhum parecer disponibilizado ou solicitado pelo comitê antes de adotar a resolução. Os membros do comitê foram informados que as negociações do contrato ainda estavam em andamento e concederam a Eisner autoridade

[274] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, *Op. cit.*, p. 1-2.

para aprovar a versão final, sem condicioná-la à revisão por parte do comitê, desde que estivesse dentro dos parâmetros definidos no esboço por eles analisado[275].

No mesmo dia 26 o conselho se reuniu. Novamente, os autores afirmaram que nenhum documento referente à contratação de Ovitz foi apresentado aos membros do conselho ou por eles foi solicitado, tampouco o comitê de remuneração fez qualquer recomendação a este respeito. Ninguém questionou os detalhes da contratação, como salário, benefícios, cláusulas rescisórias e possíveis consequências. Não obstante, ao final da reunião o conselho aprovou o nome de Ovitz para a função de presidente da Walt Disney Company, deixando as negociações dos detalhes do contrato a cargo de Eisner[276].

Alegaram que a versão final do contrato apresentaria diferenças significativas daquela examinada pelo comitê de remuneração e pelo conselho de administração, notadamente quanto à cláusula de rescisão. A primeira versão estabelecia que Ovitz somente faria jus à indenização caso Disney rescindisse o contrato sem justa causa, ou não pudesse ele mais exercer suas funções. A versão final, contudo, dispunha que Ovitz receberia a indenização desde que não fosse ele gravemente negligente ou praticasse alguma ilegalidade. Além disso, o contrato não contava com uma cláusula de não-concorrência. Significa que o contrato, em vez de proteger Ovitz de uma rescisão sem justa causa, garantiria a ele o recebimento da indenização rescisória ainda que agisse de forma negligente ou não fosse mais capaz de cumprir suas obrigações, desde que sua conduta não fosse gravemente negligente ou ilegal. Ao final, somados todos os benefícios, a indenização por rescisão sem justa causa corresponderia ao valor total que Ovitz receberia caso cumprisse integralmente o tempo de contrato (cinco anos). Com efeito, quanto mais cedo Ovitz deixasse Disney mais ele ganharia com a rescisão[277].

Por fim, os autores alegaram que o desempenho de Ovitz como presidente da Walt Disney Company foi muito abaixo do esperado, e que ele e Eisner começaram então a tratar de seu desligamento, de forma que a reputação de Ovitz não fosse prejudicada e recebesse ele as indenizações contratualmente previstas. Mas para que Ovitz rescindisse o contrato e ainda sim fizesse jus à indenização rescisória, um de três eventos deveria ocorrer: não fosse eleito ou mantido no cargo de presidente e diretor da Disney; fossem designadas obrigações incompatíveis com seu cargo; ou Disney reduzisse seu salário, falhasse em prover os benefícios contratualmente a ele garantidos, ou não pagasse os bônus

---

[275] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, *Op. cit.*, p. 2-3.
[276] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, *Ibidem*, p. 3.
[277] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, *Idem*.

a que tinha direito. Nenhum desses eventos ocorreu. Não obstante, em 11 de dezembro de 1996, Eisner e outro membro do conselho de administração, Sanford Litvack, enviaram a Ovitz carta rescindindo seu contrato de trabalho, a qual deveria produzir os mesmos efeitos de uma rescisão sem justa causa por parte de Disney. A saída de Ovitz tornou-se pública em 12 de dezembro de 1996, após apenas quatorze dos sessenta meses contratualmente estipulados para o exercício da função, sem que os membros do conselho de administração e do comitê de remuneração da companhia tivessem sido consultados sobre, participado da, ou aprovado a rescisão sem justa causa[278].

Com base nestas alegações, os acionistas de Disney autores da ação acusaram os membros do conselho de administração e do comitê de remuneração de terem falhado em se informar sobre os termos e condições que envolveram a contratação e demissão de Michael Ovitz e em tentar impedir ou ao menos retardar a rescisão do contrato até que mais informações pudessem ser obtidas. A Corte de Chancelaria de Delaware concluiu que tais alegações, se verdadeiras, sugeririam que os acusados negligenciaram de forma consciente e intencional suas responsabilidades, vale dizer, que tinham ciência de que adotaram uma decisão de grande relevância para Disney sem informações suficientes e a adequada deliberação, ignorando por completo os potenciais prejuízos dela decorrentes à companhia e seus acionistas. Tal conduta, no entendimento da corte, implica violação do dever de agir honestamente e de boa-fé no melhor interesse da companhia, o que dá margem a afastar a proteção conferida pela *business judgment rule*. Mas como alertado pela própria corte, "os fatos alegados precisam apenas suscitar dúvidas para questionar a proteção conferida pela *business judgment rule*, não 'uma conclusão judicial de que as ações dos administradores não estão protegidas pela *business judgment rule*'", razão pela qual a ação foi recebida e realizadas investigações mais aprofundadas a respeito da conduta dos administradores de Disney no processo decisório que conduziu à contratação e demissão de Michael Ovitz do cargo de presidente da companhia[279].

No curso da ação, ambas as partes produziram prova documental e testemunhal sobre os fatos que alegaram, bem como juntaram pareceres de renomados professores e

---

[278] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, Op. cit.*, p. 5-6.

[279] Tradução livre de: "the alleged facts need only give rise to a reason to doubt business judgment rule protection, not 'a judicial finding that the director's actions are not protected by the business judgment rule.'" (*In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, Ibidem*, p. 9).

advogados em matéria de direito societário norte-americano[280]. Os fatos concretos, provados nos autos, contudo, não ratificaram as alegações dos autores.

Numa decisão de cento e setenta e quatro páginas, a corte examinou separadamente a conduta de cada um dos envolvidos na contratação e demissão, a começar pelo próprio pivô de toda a discussão, Michael Ovitz, e concluiu que ele não violou seu dever de lealdade ao receber a indenização decorrente da rescisão sem justa causa de seu contrato porque não participou, interferiu ou manipulou o processo decisório da companhia que conduziu à sua demissão. Uma vez rescindido o contrato sem justa causa, sem qualquer participação de Ovitz na decisão, fazia ele jus à indenização que negociara antes mesmo de ser contratado, portanto, antes mesmo de tornar-se um fiduciário da companhia e dos acionistas[281].

Com relação a Eisner, apesar de lhe terem sido feitas severas críticas no que diz respeito ao modo que conduziu a contratação de Ovitz[282], a corte concluiu que ele não violou seus deveres de diligência e lealdade. Entendeu que, porque Eisner conhecia pessoalmente Ovitz, acompanhou de perto a bem sucedida carreira por ele construída enquanto executivo de uma agência de talentos em Hollywood, e esteve sempre ciente e bem informado a respeito do andamento das negociações, os autores da ação não lograram demonstrar por meio de provas robustas que Eisner falhou em munir-se de toda a informação relevante a respeito da contratação de Ovitz que razoavelmente estava à disposição dele, ou que teria ele agido de forma gravemente negligente. Além disso, depois de avaliar todas as provas constantes dos autos, considerou que Eisner agiu de boa-fé, pois acreditava de fato que a contratação de Ovitz, apesar dos altos custos, serviria aos melhores interesses da companhia, conduta que não caracteriza o desrespeito intencional de um dever[283].

---

[280] Foram ouvidos como testemunhas e juntados pareceres de Deborah DeMott, David F. Cavers Professor of Law da Duke Law School; John Donohue, William H. Neukom Professor of Law da Stanford Law School; Kevin Murphy, E. Morgan Stanley Cahir in Business Administration da Marshal School of Business na University of Southern California; Larry R. Feldman, advogado em Kaye Scholer LLP; John C. Fox, sócio na Fenwick & West LLP; e Frederick C. Dumbar, Vice Presidente Sênior do National Economic Research Associates, Inc.

[281] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* CA, *Op. cit.*, p. 129-130.

[282] "He failed to keep the board as informed as he should have. He stretched the outer boundaries of his authority as CEO by acting without specific board direction or involvement. He prematurely issued a press release that placed significant pressure on the board to accept Ovitz and approve his compensations package in accordance with the press release. (…) Eisner's failure to better involve the board in the process of Ovitz's hiring, usurping that role for himself, although not in violation of the law, does not comport with how fiduciaries of Delaware corporations are expected to act." (*In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* CA, *Ibidem*, p. 140).

[283] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* CA, *Ibidem*, p. 139-141.

Sobre a responsabilidade dos membros comitê de compensação na contratação, a corte esclareceu que foram eles chamados a adotar uma decisão sabendo que Ovitz era um executivo de sucesso da indústria de entretenimento, cujas habilidades e experiência eram de grande valia para Disney; que para aceitar o cargo, ele abriu mão de seu bem sucedido negócio, o que levaria uma pessoa razoável a crer que ele, justamente em razão de seu sucesso anterior, provavelmente teria o mesmo grau de êxito na nova empreitada; que seu contrato de trabalho foi negociado com Eisner e Russel; e que o CEO da companhia e outros executivos seniores aprovaram a contratação. Diante disso, considerou que os membros do comitê agiram de maneira que consideravam visar ao melhor interesse da companhia, razão pela qual não poderiam ser acusados de violação intencional de um dever[284].

Por fim, os membros do conselho de administração – a quem competia aprovar ou rejeitar o nome de Ovitz para o cargo de presidente da companhia (e não analisar e aprovar os termos do contrato de trabalho de Ovitz, responsabilidade que incumbia ao comitê de remuneração) – teriam que, antes de votar, estar adequadamente informados a respeito de quem era Ovitz e sobre os termos mais importantes de seu contrato, obrigações cujo descumprimento os autores da ação não conseguiram demonstrar por meio de provas concretas e robustas. Não comprovaram que os administradores agiram de forma gravemente negligente ou que falharam em munir-se de todas as informações relevantes razoavelmente disponíveis para adotar a decisão, tampouco que intencionalmente ignoraram seus deveres, tendo eles agido, no que diz respeito à contratação de Ovitz, segundo a corte, de boa-fé acreditando atender ao melhor interesse da companhia[285].

Com relação à decisão de rescindir o contrato de Ovitz, a corte examinou a questão sob o dever de agir imposto ao conselho, no sentido de que se os administradores não tivessem tal dever, sua omissão não poderia ser considerada uma conduta de má-fé, tampouco poderiam ser acusados de terem falhado em informar-se adequadamente antes de adotar a decisão, porque nenhuma decisão deveria ser adotada. E se ao conselho não era imposto tal dever, era justificável que Eisner e Litvack tivessem agido sozinhos na decisão de rescindir o contrato de Ovitz, ou seja, sem consultar ou ter a aprovação do conselho[286].

Analisando o estatuto social da Disney, a corte chegou às seguintes conclusões: o conselho de administração tem o poder de eleger os executivos da companhia e de definir

---

[284] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* CA, *Op. cit.*, p. 157-158.
[285] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* CA, *Ibidem*, p. 160-161.
[286] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* CA, *Ibidem*, p. 162.

seus deveres; o CEO tem poder de administração, direção e supervisão geral dos negócios da companhia e de seus funcionários, poderes estes sujeitos ao controle do conselho; o conselho de administração tem o direito não-exclusivo, mas não o dever, de demitir com ou sem justa causa os executivos da companhia; e porque tal direito não é exclusivo, e ao CEO é imposto o dever de administração, direção e supervisão dos funcionários da companhia, também a ele é conferido o direito, sujeito ao controle do conselho, de demitir executivos e funcionários da companhia. E com base nestas conclusões, entendeu que, porque Eisner tinha o poder de demitir executivos, vale dizer, de rescindir o contrato de Ovitz, decisão informada ao e aprovada pelo conselho, este não tinha o dever de agir em relação a tal decisão, não obstante o valor da multa rescisória. O fato de o contrato de trabalho, e consequentemente, também as cláusulas rescisórias, terem sido aprovados pelo comitê de remuneração – a quem incumbia tal obrigação – tornou desnecessária a realização de uma reunião do conselho para aprovar o pagamento das verbas rescisórias a Ovitz, razão pela qual os administradores foram inocentados da acusação de violação do dever de diligência e de lealdade[287].

Finalmente, ao analisar a conduta de Eisner na rescisão do contrato, a corte ponderou que, diante das circunstâncias (fraca performance de Ovitz enquanto presidente da Walt Disney Company), tinha ele três opções: manter Ovitz no cargo e apostar que seu desempenho melhoraria; manter Ovitz na Disney com outro cargo; ou rescindir o contrato. A primeira mostrava-se inaceitável. A segunda, alterar o cargo de Ovitz, muito provavelmente lhe conferiria o direito à indenização rescisória (esta era justamente uma das hipóteses que permitia Ovitz rescindir o contrato). Eisner procurou então saber se o fraco desempenho de Ovitz no cargo conferiria à companhia o direito de rescindir o contrato por justa causa a fim de livrá-la do pagamento da correspondente multa, hipótese que, na opinião do diretor jurídico da Disney, sobre a qual Eisner se baseou, era impossível. Além disso, a própria corte afastou essa possibilidade, pois Ovitz não teria agido em momento algum de forma gravemente negligente ou ilegal[288]. Não restou à Eisner, portanto, alternativa senão a rescisão, decisão por ele refletida de acordo com as circunstâncias que se lhe apresentavam (custos e potenciais alternativas), com base em parecer de advogado, e de forma que acreditava ser no melhor interesse da companhia.

Com efeito, a corte concluiu que Eisner conhecia todas as informações e documentos relevantes razoavelmente disponíveis para adotar a decisão, não negligenciou

---

[287] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* CA, *Op. cit.*, p. 164-169.
[288] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* CA, *Ibidem*, p. 132-133.

seu dever de agir (ou falhou em fazer com que o conselho agisse), e agiu com desinteresse e independência na crença de que sua decisão atendia ao melhor interesse da companhia[289].

Em *Disney*, portanto, a Corte de Chancelaria de Delaware considerou, numa análise prévia, que as evidências trazidas pelos autores da ação suscitavam dúvidas suficientes sobre se os membros do conselho de administração, ao adotar a decisão de contratar Michael Ovitz para o cargo de presidente da Walt Disney Company, agiram de maneira informada, independente, desinteressada, e visando de boa-fé ao melhor interesse da companhia. Tais evidências, contudo, quando examinadas sob a ótica dos elementos da *business judgment rule*, não foram confirmadas por meio de provas robustas e concretas, razão pela qual a presunção e proteção proporcionadas pela regra não foram afastadas.

3.5.3 *Technicolor*

No início da década de 1980, Ronald O. Perelman desejava fundir a MacAndrews & Forbes Group, Inc. (MAF), empresa que controlava e presidia, com a Technicolor Inc., tradicional companhia da indústria cinematográfica e audiovisual norte-americana, que atravessava período de declínio nos lucros e cotação das ações[290].

Através de um conhecido em comum, Perelman teve acesso a um dos membros do conselho de administração da Technicolor, Fred Sullivan, com quem se reuniu em 17 de setembro de 1982 e apresentou sua proposta inicial de pagar US$ 20 por ação. Sullivan repassou a proposta a Morton Kamerman, CEO e presidente do conselho de administração da Technicolor, que ofereceu uma contraproposta de US$ 25 por ação. As negociações avançaram entre Perelman e Kamerman sem que nenhum outro membro do conselho além de Sullivan – que os apresentou – sobre elas tivesse conhecimento[291].

Kamerman então contratou o banco de investimentos Goldman Sachs como conselheiro legal externo, ao qual solicitou, em 18 de outubro, relatório preliminar sobre se os US$ 20,00 por ação oferecidos por Perelman valiam a pena ser considerados, bem como uma avaliação baseada numa faixa de preço entre US$ 20 e US$ 22 por ação. E o instruiu que qualquer contato com a Technicolor deveria ser feito diretamente com ele ou com quem ele aprovasse, tendo expressamente proibido que o banco contatasse o presidente e COO (*Chief Operating Officer*) da companhia, com quem Kamerman tinha relações

---

[289] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* CA, *Op. cit.*, p. 173-174.
[290] Cede & Co. v. Technicolor, Inc., *Op. cit.*, p. 351-352.
[291] Cede & Co. v. Technicolor, Inc., *Ibidem*, p. 353.

estremecidas. Três dias depois, o banco informou a Kamerman que um preço entre US$ 20 e US$ 22 seria viável. Após mais uma rodada de negociações, Kamerman e Perelman chegaram a um acordo, em 27 de outubro, a um preço de US$ 23 por ação. Na mesma noite, Kamerman convocou uma reunião especial do conselho para o dia 29 sem que a pauta fosse revelada. Na noite anterior à reunião, dos nove membros do conselho, apenas Kamerman e Sullivan conheciam os termos da negociação, quatro tinham conhecimento limitado a respeito da proposta de venda da Technicolor e os outros três sequer sabiam de que se tratava[292].

Na reunião, Kamerman resumiu o histórico das negociações e recomendou que o conselho aceitasse o valor de US$ 23 por ação. Na sequencia esboçou os termos da transação, que incluíam a venda das ações de Kamerman e Guy M. Bjorkman – os dois maiores acionistas da Technicolor, que juntos possuíam 11% das ações – à MAF, que já havia adquirido no mercado 4,8% das ações da companhia, e uma opção de compra à MAF de mais 844 mil ações, correspondentes a 18% das ações da Technicolor, a serem emitidas caso outro interessado em adquirir a companhia oferecesse preço superior a US$ 23 por ação. Juntas, essas condições garantiriam à MAF o controle sobre aproximadamente 34% das ações da Technicolor, que continha em seu estatuto cláusula que requeria, no caso de venda da companhia, aprovação de todos os administradores – o que seria impossível porque Kamerman e Sullivan eram interessados na transação, pois o primeiro havia negociado com Perelman um novo contrato de emprego pós-aquisição, e o segundo receberia uma comissão de US$ 150 mil caso a transação fosse concluída por ter ele introduzido as partes, situação esta informada ao conselho – ou de 95% dos acionistas (cláusula de super maioria)[293].

O advogado da Technicolor, que não sabia que sete dos nove membros do conselho tinham pouco ou nenhum conhecimento a respeito da proposta de venda da companhia, explicou a eles a estrutura da transação, resumiu seus termos e reviu os documentos pertinentes (os quais, ao longo do julgamento, a corte expressou dúvidas se foram de fato disponibilizados aos administradores), e Goldman Sachs fez uma apresentação oral, opinando que os US$ 23 por ação eram adequados, mas sujeitos a avaliação mais precisa. Os administradores sugeriram forçar MAF a fazer uma proposta melhor, hipótese imediatamente excluída por Kamerman, que explicou serem os US$ 23 o valor máximo a que chegaria Perelman. Outro administrador sugeriu que Kamerman

[292] Cede & Co. v. Technicolor, Inc., *Op. cit.*, p. 354-357.
[293] Cede & Co. v. Technicolor, Inc., *Ibidem*, p. 355 e 357.

prospectasse outras ofertas para aquisição da companhia, o que também fora rejeitado pelos demais membros do conselho sob o argumento de que "um pássaro nas mãos é melhor do que dois voando". Os membros desinteressados do conselho aprovaram a proposta e recomendaram que os acionistas aceitassem a oferta de US$ 23 por ação, bem como que a cláusula de super maioria fosse revogada. Imediatamente após a reunião do conselho foi feito um comunicado à impressa anunciando os termos e condições da aquisição. Em 24 de janeiro do ano seguinte, os acionistas votaram pela revogação da cláusula de super maioria e a favor da venda[294].

Em ação movida por Cede & Co. e Cinerama, Inc., acionistas da Technicolor, contra a própria Technicolor, os sete membros do conselho que aprovaram a transação, MAF e Perelman, a Corte de Chancelaria de Delaware encontrou evidências de violação de deveres fiduciários, contudo, ao final do julgamento, concluiu que os autores da ação não apresentaram provas suficientes a afastar a incidência da *business judgment rule*[295].

A Suprema Corte de Delaware discordou de tal posicionamento e considerou comprovada nos autos conduta gravemente negligente dos acusados, violadora do dever de diligência, apoiada nos seguintes fatos: o acordo para a venda da Technicolor não foi precedido por uma pesquisa prudente de alternativas; considerando os termos e circunstâncias envolvendo a transação, os administradores não tinham fundamentos razoáveis para assumir que uma melhor oferta de um terceiros interessado surgiria após a assinatura do acordo; a maioria dos administradores tinha pouco ou nenhum conhecimento a respeito de que negociações para a venda da companhia estavam em curso, tampouco de seus termos; que, pelas disposições do estatuto social da Technicolor e o percentual de ações que já detinha, Perelman, ao adquirir as ações de Kamerman e Bjorkman, somado à opção de compra a ele concedida, praticamente travou a possibilidade de venda da companhia a outro interessado; e que o conselho não satisfez a obrigação de adotar passos razoáveis no processo de venda da companhia de forma a se informar adequadamente antes de autorizar a execução do acordo[296]. Com base nisso, remeteu os autos à Corte de Chancelaria para que a transação fosse avaliada de acordo com os critérios do teste de justiça[297].

O teste de justiça pondera dois aspectos de uma transação: justa negociação e preço justo. O primeiro refere-se a questões de oportunidade, *timing*, da transação, e de

---

[294] Cede & Co. v. Technicolor, Inc., *Op. cit.*, p. 357-358.
[295] Cede & Co. v. Technicolor, Inc., *Ibidem*, p. 350.
[296] Cede & Co. v. Technicolor, Inc., *Ibidem*, p. 369.
[297] Cede & Co. v. Technicolor, Inc., *Ibidem*, p. 373.

como foi iniciada, estruturada, negociada, apresentada e aprovada pelos administradores e acionistas. O segundo refere-se a considerações econômicas e financeiras da operação proposta, incluindo todos os fatores relevantes, como ativos, valor de mercado, receitas, perspectivas futuras e qualquer outro elemento que afete o valor das ações da companhia. O teste de justiça, contudo, não é uma mera análise objetiva e isolada da negociação justa e do preço justo; ambos devem ser analisados como um todo[298].

No que diz respeito à justa negociação, a Corte de Chancelaria considerou que nenhum dos acusados manipulou o tempo e oportunidade em que a transação foi proposta, negociada, aprovada ou concluída, de forma a se beneficiar às custas dos acionistas. Quanto ao início propriamente dito, a corte afirmou que Technicolor estava bem preparada para defender-se de uma tentativa de tomada de controle hostil e que, por isso, qualquer acordo que Perelman perseguisse teria que ser necessariamente amigável, bem como que MAF era um terceiro interessado sem poder algum de forçar a iniciação das negociações. Com base nisso, concluiu não existir provas de que os acusados teriam forçado o início da transação de forma desleal[299].

Com relação às negociações, a corte levou em consideração o elevado percentual de ações que Kamerman possuía (o que permitiria concluir que ele não levaria a cabo uma transação que prejudicasse a Technicolor e, consequentemente, a ele mesmo), o aconselhamento legal dado aos administradores por experiente advogado da área, o fato de acreditarem ter feito uma boa negociação em favor dos acionistas e de que a maioria do conselho não possuía interesse financeiro na transação, tampouco foi dominada ou manipulada por alguém nela interessado, de forma a concluir que não restou demonstrada nenhuma evidência de que os membros do conselho tenham colocado seus próprios interesses à frente dos interesses dos acionistas na venda da companhia[300].

A alegação de que a estrutura da transação impossibilitaria a venda da companhia a outro interessado também foi afastada sob o argumento de que o próprio preço definido pelas partes (US$ 23 por ação) produziu tal efeito[301], e não as cláusulas do acordo. Ademais, os termos da transação permitia que Technicolor fornecesse informações e negociasse com outros interessados, além de não lhe subtrair o direito de rescindi-la caso

---

[298] Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., *Op. cit.*, 701.
[299] Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., *Ibidem*, 1172.
[300] Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., *Ibidem*, 1172-1173.
[301] Em procedimento que tramitou paralelo à ação de responsabilidade, conclui-se que o preço justo das ações da Technicolor era de US$ 21,60 (Cede & Co. v. Technicolor, Inc., *Op. cit.*, p. 350).

uma oferta melhor fosse apresentada. Tais concessões na estrutura do acordo demonstram, segundo a corte, que os acusados não pretenderam impedir negociações com terceiros[302].

Por fim, todos os fatos e documentos foram satisfatoriamente disponibilizados e analisados pelos administradores, os quais aprovaram a transação com amparo no aconselhamento legal e financeiro de especialistas e acreditando de boa-fé atender ao melhor interesse dos acionistas. Da mesma forma, a corte considerou que também os acionistas estavam devidamente munidos das informações necessárias antes de aprovar a transação, e o fato de tê-la aprovado constitui evidência substancial da justiça da negociação[303].

Quanto ao segundo aspecto do teste de justiça – preço justo – foi levado em consideração o prêmio pago pelas ações (mais de 100% acima do valor de marcado no mês anterior à transação e o quarto maior prêmio pago em transações de companhia de porte semelhante entre 1981 e 1984); o fato de os dois maiores acionistas da Technicolor, Kamerman e Bjorkman, os quais melhor estavam inteirados a respeito do valor da companhia, venderam suas ações pelo mesmo preço pago aos demais acionistas; o aval dado por especialistas do mercado, como Goldman Sachs, ao preço de US$ 23; a ausência de terceiros interessados em adquirir a companhia depois que o preço de US$ 23 por ação foi comunicado à imprensa; e a falta de provas produzidas pelos autores da ação a demonstrar que os US$ 23 eram de fato injustos[304].

Amparada nestes fundamentos, a Corte de Chancelaria concluiu que, apesar de o processo pelo qual o conselho de administração da Technicolor aprovou a venda da companhia à MAF ter apresentado falhas, o preço alcançado e a honesta motivação dos acusados em realizar o melhor acordo possível seriam provas suficientes a demonstrar a justiça da transação em todos os seus aspectos[305].

Em *Technicolor* todas as etapas de aplicação da *business judgment rule* foram percorridas: os autores apresentaram evidências de que os acusados violaram seus deveres fiduciários; no curso da ação os autores satisfizeram o ônus de provar que os acusados agiram de forma gravemente negligente, em violação, portanto, ao dever de diligência; consequentemente, o ônus da prova de que a transação foi resultado de uma negociação justa e refletiu um preço justo foi invertido aos acusados, os quais, segundo opinião da corte, demonstraram de forma satisfatória.

---

[302] Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., *Op. cit.*, 1173.
[303] Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., *Ibidem*, 1176.
[304] Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., *Ibidem*, 1176-1177.
[305] Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., *Ibidem*, 1180.

3.5.4 *Trans Union Case*

No verão de 1980, o presidente do conselho de administração e CEO da Trans Union Corporate, Jerome Van Gorkom, acreditava que as ações da companhia estavam subavaliadas por não se beneficiar de certos incentivos fiscais (as ações vinham sendo negociadas a valores que variaram de US$ 24-1/4 a US$ 39-1/2 num período de cinco anos). Sugeriu então a Jay Pritzker a fusão com uma empresa por ele controlada, com pagamento de US$ 55 por ação da Trans Union. Após uma semana de reuniões, Pritzker formalizou a proposta em 18/09/1980, com prazo de aceite três dias. No dia seguinte, Van Gorkom agendou para 20/09/1980 uma reunião especial do conselho da Trans Union, informando aos membros o objeto da pauta apenas uma hora antes da realização[306].

Van Gorkom iniciou a reunião com uma apresentação de vinte minutos sobre os termos da transação, esclareceu que o próprio mercado determinaria se o preço de US$ 55 por ação era justo – o acordo permitia que a Trans Union recebesse (mas não que solicitasse), num prazo de noventa dias, outras propostas – e insistiu que o conselho conferisse aos acionistas a oportunidade de aprovação ou rejeição do negócio. Van Gorkom nunca mencionou que fora ele, não Pritzker, quem havia sugerido o preço de US$ 55 por ação[307].

O CFO da Trans Union, que havia se oposto ao negócio em conversa prévia com Van Gorkom, e cuja opinião não foi solicitada ou oferecida na reunião, avisou aos membros do conselho que ele não tivera conhecimento da proposta de fusão até aquele dia, e que baseado em cálculos superficiais tanto a precificação das ações quanto a valoração da companhia não estavam adequados, sendo os US$ 55 por ação o preço inicial para uma negociação[308].

Após duas horas de reunião, o conselho aprovou a transação, tendo o acordo sido assinado na mesma noite sem que nenhum de seus membros o tivesse lido. Trans Union anunciou a conclusão definitiva do negócio em 22/09/1980, sem fazer qualquer referência à limitação existente no acordo ao direito da companhia de receber propostas melhores, e foi aprovado pelos acionistas em 10/02/1981[309].

A Suprema Corte de Delaware considerou que a decisão dos membros do conselho de administração da Trans Union Corporation de vendê-la por US$ 55/ação não

---

[306] Smith v. Van Gorkom, *Op. cit.*, p. 1-4.
[307] Smith v. Van Gorkom, *Ibidem*, p. 5.
[308] Smith v. Van Gorkom, *Ibidem*, p. 6.
[309] Smith v. Van Gorkom, *Idem.*

constitui uma decisão negocial informada na medida em que eles (i) não se informaram adequadamente sobre com ocorreu a proposta de fusão – se oferecida a ou por Van Gorkom – e precificação das ações; (ii) não estavam adequadamente preparados para a reunião, pois sequer tinha conhecimento algum de seu propósito; (iii) não analisaram ou receberam qualquer documento com os termos da transação, tampouco que desse amparo ao preço de US$ 55 por ação; (iv) estavam desinformados sobre o valor intrínseco da companhia; (v) aprovaram a transação com base numa apresentação de vinte minutos feita por Van Gorkom, o qual confessou jamais ter lido a versão final do acordo; (vi) e, por não se tratar de uma situação de crise ou de emergência, foram gravemente negligentes ao aprovar negócio de tamanha magnitude após meras duas horas de reunião[310].

Quando do julgamento do *Trans Union Case*, ainda não se falava em teste de justiça (a decisão precedeu a de *Technicolor*), razão pela qual, apesar de terem sido considerados gravemente negligentes e violado, portanto, o dever de diligência, a conduta dos administradores não foi avaliada sob os parâmetros da justiça da negociação e do preço justo. Não obstante, a corte então determinou que fosse recalculado o real valor das ações ao tempo da tomada da decisão (20/09/1980), e condenou os membros do conselho a pagar uma indenização correspondente à diferença entre os US$ 55 por ação e seu real valor, caso este superasse aquele. Antes de cumprida esta determinação, as partes chegaram a um acordo no valor de US$ 23,5 milhões[311].

O julgamento do *Trans Union Case* foi um marco na jurisprudência de Delaware, pois um dos poucos em que administradores foram de fato condenados por violação de deveres fiduciários, notadamente o dever de diligência. Apesar de terem sido considerados gravemente negligentes, a corte concluiu que os administradores agiram de boa-fé. Em resposta a isso, os legisladores de Delaware aprovaram a inclusão da Seção 102(b)(7) no Código de Delaware, aqui já citada, que permite seja inserida no estatuto social das companhias lá registradas uma cláusula limitando a responsabilidade dos administradores às hipóteses de danos causados à companhia por violação ao dever de lealdade ou por atos ou omissões que não reflitam sua boa-fé ou envolvam má-conduta intencional ou violação da lei[312].

---

[310] Smith v. Van Gorkom, *Op. cit.*, p. 9-10.
[311] Smith v. Van Gorkom, *Ibidem.*, p. 21.
[312] BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A., *Op. cit.*, p. 152.

4 A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIA ABERTA: HIPÓTESE DE EXCLUSÃO PREVISTA NA LSA, ART. 159, § 6º, E A *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Tendo em vista que este trabalho tem por objetivo identificar se a hipótese de exclusão de responsabilidade civil do administrador de companhia aberta prevista no artigo 159, § 6º, da Lei 6.404/76, equivale à *business judgment rule* estudada no capítulo anterior, antes de avançar na pretendida análise, mostra-se prudente examinar em linhas gerais os pressupostos desta responsabilização.

4.1 HIPÓTESES DE RESPONSABILIDADE CIVIL: LSA, ART. 158

As hipóteses de responsabilidade civil dos administradores de companhia aberta estão previstas no artigo 158 da lei acionária, quais sejam, praticar ato irregular de gestão (LSA, art. 158, *caput*); proceder, dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo (LSA, art. 158, I); e agir com violação da lei ou do estatuto (LSA, art. 158, II)[313].

Há no referido dispositivo manifesta tautologia[314], na medida em que a regularidade do ato de gestão é aferida de acordo com os parâmetros existentes na própria lei ou estatuto. Consequentemente, o administrador, ao proceder com violação da lei ou do estatuto (LSA, art. 158, II), pratica ato irregular de gestão (LSA, art. 158, *caput*)[315]. A mesma conclusão pode ser inferida da hipótese prevista no inciso I, pois ao proceder fora de suas atribuições e poderes também age o administrador com violação da lei ou do estatuto, na medida em que suas atribuições e poderes estão neles (lei e estatuto) delimitados[316-317]. Com efeito, atos regulares de gestão são aqueles "praticados nos limites

---

[313] 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.

[314] TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e* Financeiro, São Paulo, v. 42, abr/jun 1981, p. 73.

[315] TAVARES GUERREIRO, José Alexandre, *Idem.*

[316] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 212.

[317] Mas por que então duas hipóteses de responsabilização se poderiam elas ser reduzidas a uma só? Segundo Marcelo Vieira von Adamek, "no citado artigo, o legislador não teria se limitado a explicitar as hipóteses ante as quais despontaria a responsabilidade civil dos administrador, mas teria sim, simultaneamente, pretendido definir as diferentes situações em que o ato praticado pelo administrador o vincularia, ou então vincularia a sociedade ou ambos, perante terceiros. Embora essa inteligência reste obscurecida pela redação defeituosa do artigo – que deixou de incluir no inc. II o complemento necessário e

das atribuições dos administradores e sem violação da lei ou do estatuto social."[318]. E por ato regular de gestão "entende-se tudo aquilo que esteja no campo de atuação da sociedade, segundo seu objeto social, e que não esteja restringido ao administrador por regras específicas do estatuto, tais como: (i) necessidade de autorização prévia da assembleia-geral ou do conselho de administração; (ii) estabelecimento de alçadas segundo valor do negócio para atuar sozinho ou em conjunto com outros administradores; etc."[319]

Os membros do conselho de administração não praticam atos de gestão propriamente ditos, tarefa afeita aos diretores, que têm poderes de representação para contrair obrigações em nome da sociedade. Não obstante, em razão de suas atribuições deliberativas, deliberam sobre a prática de tais atos, que, se irregulares, por eles também podem ser chamados a responder[320].

Atos culposos do administrador (aqui, em sentido lato), "são os atos típicos de gestão, praticados por quem tem poderes para tanto, com formal observância da lei e do estatuto, mas informados pelo dolo do agente, ou marcados por sua negligência ou imprudência"[321]. A responsabilidade pela prática de ato culposo (LSA, art. 158, I) é verificada a partir de um juízo de culpabilidade[322], "ou seja, há de verificar-se, em concreto, se o agente poderia, à vista das circunstâncias, ter atuado conforme o direito."[323]. Avalia-se a conduta concreta do administrador de acordo com o padrão de diligência dele

---

implícito, dedutível da cabeça e do inc. I do mesmo art. 158 da Lei das S/A – deve-se entender que o legislador pretendeu estabelecer as seguintes regras: (1ª) o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade, em virtude de ato regular de gestão; e (2ª) ele é civilmente responsável pelos prejuízos que causar, quando culposamente descumprir um dever legal ou estatutário, sendo que, nesta última situação: (2ª.A) os atos praticados dentro do âmbito de suas atribuições obrigam a sociedade perante terceiros (ressalvado o direito de regresso contra o administrador); e (2ª.B), *em princípio*, os atos praticados fora do âmbito de suas atribuições não vinculam a sociedade perante terceiros, pois são da direta e exclusiva responsabilidade do administrador, solução essa consentânea com o regime de publicidade das sociedades anônimas. Diz-se *em princípio*, porque, sob certas circunstâncias e à luz do primado da boa-fé, tais atos dos administradores, apesar de exercidos fora do âmbito de suas atribuições ou além de seus poderes, podem vincular a própria sociedade, quando (i) forem ratificados posteriormente; (ii) a sociedade deles auferir vantagem; *ou* (iii) a sua preservação impuser-se por efeito de outras regras e preceitos destinados a tutelar a posição jurídica de terceiros (categoria na qual se incluiriam os atos *ultra vires societatis*, fora do objeto social, e os praticados com excesso de poderes pelo administrador, uns e outros agora regulados pelo art. 1.015 do CC)." (ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 221-224).

[318] EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 400.

[319] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, Curso de direito comercial, vol. 3, 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 469.

[320] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 213.

[321] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Op. cit.*, p. 68.

[322] Em contraposição ao juízo de ilicitude, em que a conduta do administrador é verificada a partir do juízo de ilicitude, ou seja, se perante certo ato, "o agente se comportou ou não de acordo com certa norma que se toma como modelo (a norma seguida pelo bom pai de família, por exemplo)." (CORREIA, Luiz Brito. Os administradores de sociedades anônimas, Coimbra: Livraria Almedina, 1993, p. 596).

[323] TAVARES GUERREIRO, José Alexandre, *Op. cit.*, p. 77-78.

esperado, se agiu com o cuidado que uma pessoa numa mesma posição e em circunstâncias similares razoavelmente entenderia apropriado[324].

Consequência disso é que incumbe ao autor da ação de indenização a prova da culpa do administrador, cabendo àquele descrever a conduta que entende culposa, demonstrar a que alega ser mais adequada de acordo com os parâmetros do dever de diligência, e proceder ao cotejo analítico entre ambas. O administrador poderá negar a prática da conduta supostamente culposa, reconhece-la e demonstrar sua adequação aos padrões de diligência dele esperados, ou valer-se de uma excludente de responsabilidade[325].

Na responsabilidade pela prática de ato com violação da lei ou do estatuto (LSA, art. 158, II), a culpa é presumida, vale dizer, prescinde do exame do elemento subjetivo da conduta do administrador. "Aqui, o administrador exorbita de suas funções. O ato não se contém dentro dos limites traçados pela lei ou pelo estatuto, sendo, apesar disso, praticado."[326]. A consequência é a inversão do ônus da prova, cabendo ao administrador justificar – se justificável for – o ato praticado com violação da lei ou do estatuto.

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa fornece exemplo singelo, porém, bem ilustrativo a cada hipótese: o administrador de uma sociedade que atua na revenda de calçados que compra uma nova coleção pratica ato regular de gestão; se este mesmo administrador adquirir produtos de uma linha de calçados já ultrapassada, fabricada para a estação anterior e que não encontre saída no mercado, terá ele agido com culpa, responsável pelos prejuízos decorrentes dos produtos encalhados no estoque; por fim, se fizer ele uma importação de calçados em numero superior ao legalmente ou estatutariamente permitido e a companhia for por isso penalizada pela autoridade competente, caberá a ele responder pelo prejuízo a que deu causa[327].

Além do comportamento antijurídico imputável ao administrador (proceder, dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo, ou agir com violação da lei ou do estatuto), são requisitos da responsabilidade civil o dano experimentado pelo lesado e o nexo causal entre este e aquele.

---

[324] Vide Capítulo 2, item 2.3.
[325] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 215.
[326] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Op. cit.*, p. 69.
[327] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, *Op. cit.*, p. 469-470.

O nexo causal é caracterizado por uma relação de causa e efeito direta e imediata entre a conduta antijurídica imputável ao administrador e o dano experimentado pelo lesado[328].

O dano, por sua vez, cuja prova incumbe ao autor da ação, deve necessariamente ter relação de causalidade com a conduta antijurídica do administrador, ser certo (ou seja, não meramente hipotético) e atual (suscetível de avaliação na data de ajuizamento da ação). Não se exige que afete diretamente o patrimônio da companhia, na medida em que o dano à sua imagem, por exemplo, pode resultar em perda de clientela em potencial, produzindo, consequentemente, um dano indenizável[329]. Sem a caracterização destes três elementos não há que se falar em responsabilidade civil.

A regra é a responsabilidade individual dos administradores (incomunicabilidade da culpa), respondendo pelos prejuízos decorrentes de sua própria culpa. É, contudo, solidária se violar o dever de lealdade, quando for conivente, o dever de vigilância, ao negligenciar em descobrir os ilícitos alheios, ou o dever de diligência, se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática (LSA, art. 158, § 1º)[330]. Com efeito, o fundamento da solidariedade, assim como na responsabilidade individual, continua a residir na culpa[331].

Tratando-se de deliberações ou decisões colegiadas, a solidariedade entre os administradores é presumida, na medida em que "o administrador, em órgão colegial, ainda que não se manifeste positivamente no sentido condenado pelo direito, solidariza-se com a maioria vencedora, se se cala e impede que se concretizem os efeitos danosos da deliberação ou decisão"[332]. Consequência disso é que a própria culpa em si também será

---

[328] Trata-se da teoria da causalidade imediata, que se contrapõe à teoria da equivalência das condições (em que "qualquer das causas é aceita como suficiente, a partir da suposição de que, se houvesse a exclusão da cadeia causal, o dano não teria ocorrido. A causa, ainda que remota, seria uma condição *sine qua non* para a materialização do dano. Não se leva em consideração, portanto, a existência de causas preexistentes, concomitantes ou supervenientes. O agente é colocado em uma posição em que apenas se isentará da responsabilidade civil se conseguir demonstrar que, independentemente de sua participação, o dano ainda sim iria se concretizar..."); e à teoria da causalidade adequada (em que "o agente será responsável se conduta, abstratamente considerada, for apta a produzir o dano concretamente verificado ou, por retórica, considera-se causa de um dano a condição que, em abstrato, se mostre adequada para produzi-lo. Assim sendo, se a relação de causa e efeito existir sempre em situações da mesma natureza, o agente responderá pelo dano, na medida em que a causa será reputada *adequada* para produzir o dano verificado. Se tal relação de causa e efeito não se verificar ordinariamente em casos de mesma natureza, então o dano concretamente verificado resultou de uma interferência de circunstância especial, extraordinária, pela qual o agente não deverá responder: a sua responsabilidade deve ser proporcional à causa, e não ser agravada por uma situação adicional.") (ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 228-229).

[329] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, *Op. cit.*, p. 468.

[330] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 237.

[331] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Ibidem*, p. 243.

[332] TAVARES GUERREIRO, José Alexandre, *Op. cit.*, p. 86-87.

presumida[333]. Exime-se da solidariedade, porém, o administrador do respectivo órgão (conselho de administração ou diretoria) que der cumprimento ao procedimento disposto na segunda parte do § 1º do artigo 158 da lei acionária[334], desde que seja ele próprio isento de culpa[335].

São solidários também os administradores que, por disposição do estatuto, têm a incumbência de dar cumprimento aos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia (LSA, art. 158, §§ 2º e 3º). Tal regra não se aplica aos membros do conselho de administração, e sim aos diretores, na medida em que somente em relação a estes o estatuto pode individualizar atribuições e poderes[336]. Caso outro administrador, membro do conselho ou da diretoria, tenha conhecimento do não-cumprimento de tais deveres por aquele a quem competia, deverá ele comunicar o fato à assembleia geral ou adotar medidas para evitar os possíveis danos, sob pena de por eles ser chamado de forma solidária a responder (LSA, art. 158, § 4º).

Por fim, é responsável o terceiro – seja ele membro de outro órgão da companhia, colaborador, credor, ou um cúmplice qualquer – que concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto com o fim de obter vantagem para si ou para outrem (LSA, art. 158, § 5º).

4.2 HIPÓTESE DE EXCLUSÃO: LSA, ART. 159, § 6º

---

[333] "Com isso, demonstrada a atuação antijurídica do órgão de administração em seu conjunto (comprovado que o dano é consequência de deliberação de órgão administrativo), não é necessário imputar culpa a cada um de seus integrantes, na medida em que esse elemento subjetivo resulta presumido, devendo o administrador, que pretenda se eximir de responsabilidade, comprovar que ele não o alcança." (COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins. Contribuição ao estudo da responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas, (dissertação de mestrado), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 158).

[334] "Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia-geral."

[335] "A atuação conjunta do administrador faz supor que todos eles tenham concorrido para a realização do ato lesivo, o que deverá ser elidido por aquele que diz não ter intervindo, isto é, o ônus da prova fica invertido: cabe ao administrador do órgão colegiado demonstrar que não concorreu culposamente com a deliberação tomada." (COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins, *Op. cit.*, p. 157-158). No mesmo sentido, "Para que essa excludente seja operante, o próprio administrador que registra sua dissidência tem de ser isento de culpa pelo ato praticado." (ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 244).

[336] COMPARATO, Fábio Konder. Eleição de diretores em companhia aberta: validade e eficácia de reuniões do conselho de administração de sociedade anônima. *In*: Direito empresarial: estudos e pareceres, São Paulo: Saraiva, 1995, p. 187.

Dispõe o artigo 159, § 6º, da Lei 6.404/76, que o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

Há quem defenda não se tratar de hipótese de exclusão de responsabilidade. Marcelo Vieira Von Adamek, ao compara-la com o caso fortuito e de força maior, afirma que nestes, verdadeiras hipóteses de exclusão, "os acontecimentos que os legitimam são irresistíveis (ou imprevisíveis, como querem certos doutrinadores) e externos ao agente, isto é, são estranhos à sua vontade, e a sua admissão, ao menos segundo a teoria subjetiva, pressupõe que o agente não tenha atuado de forma culposa."[337]. Para o autor, as razões que justificam a hipótese do artigo 159, § 6º, da Lei 6404/76, não seriam externas ao agente, pelo contrário, "residem justamente no seu estado de espírito" [338], na medida em que nela o administrador atua com culpa, ainda que de boa-fé e no interesse da companhia. Tratar-se-ia, segundo ele, "de hipótese de autêntica causa de justificação na modalidade de *perdão judicial*, perante a qual a lei autoriza o juiz de deixar de condenar o administrador a reparar os danos causados."[339]

Modesto Carvalhosa afirma que a norma do § 6º do artigo 159 da Lei 6404/76 traz para a lei societária a faculdade conferida ao juiz pelo artigo 127 do Código de Processo Civil[340] de decidir por equidade. "Temos, assim, que, na espécie, o juiz poderá decidir não de acordo com as regras de legalidade estrita, mas segundo motivos de equidade", sendo que tal faculdade estaria limitada "apenas aos casos de administração ordinária da companhia." [341]

A par das opiniões dignas de nota acima expostas, poucos adentram à sempre tortuosa tarefa de definir a natureza jurídica de determinado instituto, no caso, da norma veiculada pelo artigo 159, § 6º, da Lei 6404/76. A ausência de opiniões sobre o assunto dá a entender que a doutrina aceita caracteriza-la como hipótese de exclusão de responsabilidade. Cumpre, pois, investigar os requisitos necessários ao reconhecimento da exclusão.

O primeiro é a boa-fé. O administrador deve agir de boa-fé para que seja reconhecida a exclusão de sua responsabilidade civil pelos prejuízos causados ao patrimônio da companhia. Mas qual o significado dessa boa-fé?

---

[337] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 286.
[338] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Ibidem*, p. 287.
[339] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Idem*.
[340] "O juiz só decidirá por equidade nos casos previstos em lei."
[341] CARVALHOSA, Modesto, *Op. cit.*, p. 396.

A lei das sociedades anônimas trata da boa-fé em alguns parcos artigos[342], mas não a define ou faz qualquer menção ao seu significado, conteúdo ou extensão. Tampouco a doutrina comercialista se prestou a esta tarefa; mas a civilista sim e a ela pede-se socorro para melhor compreender o tema.

A boa-fé pode ser dividida em subjetiva (concepção psicológica) e objetiva (concepção ética)[343]. A boa-fé subjetiva tem relação com o estado de consciência, vale dizer, ideia de ignorância, crença errônea, ainda que excusável, acerca da existência de uma situação regular, decorrente da própria ignorância do sujeito ou de uma errônea aparência de certo ato. O individuo está convencido de que age conforme o direito aplicável. Sua intenção, convicção, estado psicológico devem ser levados em consideração pelo intérprete. A boa fé objetiva significa modelo de conduta social, um *standard* jurídico, fundado na honestidade, lealdade e probidade. O intérprete parte de um padrão de conduta comum, do homem médio, naquele caso concreto, levando em consideração os aspectos sociais envolvidos, tais como o *status* pessoal e cultural do sujeito[344-345]. Perquire-se de modo estritamente objetivo qual seria o padrão de conduta normalmente exigível do indivíduo naquela situação concreta.

De boa-fé subjetiva certamente não trata o artigo 159, § 6º, na medida em que o administrador de companhia aberta não pode alegar desconhecimento da lei ou do estatuto social como escusa para seu desvio de conduta[346]. Mas é possível verificar, sim, proximidade entre a boa-fé objetiva e o dever de diligência a que está sujeito o administrador. Nas palavras de António Meneses Cordeiro, a "diligência corresponde à medida de esforço ou de colaboração exigível ao devedor no cumprimento de suas obrigações. Trata-se de uma noção apresentada, em várias fases, como ligada estreitamente à boa fé, a qual daria o *quantum* em causa." [347]. O dever de diligência, por sua vez, tem relação com o "*quantum* de esforço normativamente exigível, aos administradores, no cumprimento de seus deveres."[348]

---

[342] Arts. 107, § 1º; 135, § 1º; 151; 159, § 6º e 201, § 2º.

[343] NERY JÚNIOR, Nelson. Código civil comentado / Nelson Nery Júnior, Rosa Maria de Andrade Nery. – 6. ed. rev., ampl. e atual. até 28 de março de 2008, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008, p. 504.

[344] MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional, 1ª ed., 2ª tir., São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 2000, p. 411-412.

[345] VENOSA, Silvio de Salvo. Direito civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos, 3ª ed., São Paulo: Atlas, 2003, p.379.

[346] COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins, *Op. cit.*, p. 194.

[347] MENESES CORDEIRO, António. Da boa-fé no direito civil, Coimbra: Almedina, 1984, p. 1229-1230.

[348] MENEZES CORDEIRO, *Op. cit.*, p. 810.

Ainda na lição daquele autor, tratando da boa-fé objetiva, o "Direito português, na tradição latina (...) remete para um cômputo em abstracto dado pelo comportamento do bom pai de família. O bom pai de família constitui um padrão jurídico, na acepção técnica acima referida, correspondente à actuação do homem normal, colocado nas circunstâncias do sujeito."[349]. Do mesmo modo, o legislador brasileiro elegeu como padrão de diligência a ser observado pelo administrador de companhia aberta o *bonus pater familias*[350], com as peculiaridades destacadas no Capítulo 2, item 2.3 deste trabalho.

Boa-fé objetiva e dever de diligência tratam, pois, do padrão de conduta esperado do indivíduo, e é este o sentido que deve ser dado à expressão boa-fé do § 6º do artigo 159. Com efeito, a responsabilidade civil do administrador por prejuízos causados ao patrimônio da companhia será excluída se agir ele com o mesmo cuidado e diligência com que outro administrador, profissional e competente, agiria numa posição e circunstância semelhantes. Vale dizer, antes de adotar uma decisão negocial, o administrador deverá possuir ou adquirir conhecimentos gerais a respeito das atividades desenvolvidas pela sociedade que administra; informar-se na medida do possível para adotar uma decisão refletida e responsável; investigar se as informações disponíveis são suficientes para a adoção da decisão; assim como considerar os fatos e circunstâncias que eventualmente possam causar danos à companhia e adotar as providência para evita-los. "A boa-fé mencionada pelo artigo da lei identifica-se com o conteúdo mínimo do dever de diligência (informar-se suficientemente antes da tomada de uma decisão)."[351]

O segundo requisito exigido pelo artigo 159, § 6º, ao reconhecimento da exclusão da responsabilidade civil do administrador é a observância do interesse da companhia.

A versão concebida por Francesco Galgano[352] parece a mais adequada à definição de interesse social, resumida por Luiz Felipe Duarte Martins Costa nas seguintes palavras: "A noção de interesse social, a princípio, parece melhor se adequar como o interesse à realização do escopo da sociedade anônima (*causa* do contrato de sociedade), abrangendo o escopo-meio, que é o exercício da empresa, previsto no objeto social, e o escopo-fim, de produção e distribuição de lucros entre os sócios, sob a forma de dividendos. O interesse

---

[349] MENESES CORDEIRO, António. Da boa-fé no direito civil, Coimbra: Almedina, 1984, p. 1229-1230.

[350] Cf. SAMPAIO DE LACERDA, J. C. Comentários à lei das sociedades anônimas, São Paulo: Saraiva, 1978, v. 3, p. 190; RIBEIRO, Renato Ventura, *Op. cit.*, p. 244; ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 121.

[351] COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins, *Op. cit.*, p. 194.

[352] GALGANO, Franceso. Diritto Civile e Commerciale, 4ª ed., vol. 3, t. 1, Pádua, CEDAM, 2004.

social, como se pode perceber, tem uma noção geminada à de objeto social.”[353]. Cabe a ressalva de que, apesar de ligado à noção de objeto social, o interesse social pode sobre ele prevalecer se o ato for vantajoso para a companhia[354].

O agir tendo em mente sempre o interesse da companhia acima de qualquer outro traz em si a noção de lealdade do administrador a ela; as vedações do artigo 155 da lei societária, que conformam o dever de lealdade, nada mais fazem do que direcionar a atuação do administrador de forma a atender aos interesses da companhia em detrimento dos seus, dos de acionistas ou de terceiros. Afinal, nada mais leal do que sacrificar os próprios interesses em favor dos de um terceiro, no caso, os da companhia.

Agir com lealdade significa também agir de boa-fé. Valendo-se novamente da lição do autor português Meneses Cordeiro, “a boa fé constitui (...) um princípio genérico no Direito comercial, com aplicações similares às do Direito civil”, com “alguma especificidade no Direito das sociedades, onde a boa fé tem sido dinamizada como fonte de um dever de lealdade dos sócios uns para com os outros e para com o ente societário colectivo.”[355]. Há, portanto, uma relação intrínseca entre a boa-fé, a diligência e a lealdade exigidas do administrador na condução dos negócios sociais.

Precisados os significados da boa-fé e do interesse da companhia a que faz referência o § 6º do artigo 159 da Lei 6.404/76, é lícito concluir que o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade civil do administrador se convencido que este, ao adotar uma decisão que causou prejuízos para a companhia, o fez observando os deveres de diligência e de lealdade a que está sujeito.

A regra da exclusão se aplica aos deveres gerais do administrador, decorrentes da relação de fidúcia entre este e a companhia, e que lhe conferem margem de discricionariedade na atuação, aqui sintetizados no dever de diligência (LSA, art. 153; dever de obediência, LSA, art. 154; e dever de vigilância, LSA, art. 158, §§ 1º e 4º) e no dever de lealdade (LSA, art. 155; vedação ao conflito de interesse, LSA, art. 156; dever de sigilo, LSA, art. 155 *caput*; dever de repressão ao *insider trading*, LSA, art. 155, §§ 1º a 4º; e dever de informar, LSA, Art. 157). Não se aplica, por exemplo, ao caso do administrador que deixa de distribuir dividendo obrigatório, não pagou impostos ou descumpriu regras de

---

[353] COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins, *Op. cit.*, p. 87.

[354] “E essa circunstância é facilmente explicável, eis que o objeto social é estático e genérico, ao passo que o interesse da sociedade é dinâmico e específico, devendo ser verificado caso a caso, sendo, pois, multiplicável até o infinito, o que torna impossível a previsão de todas as hipóteses.” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de, *Op. cit.*, p. 55).

[355] MENESES CORDEIRO, António, *Op. cit.*, p. 372.

segurança do trabalho, sob a alegação de que teria assim agido de boa-fé e visando ao interesse da companhia[356].

4.3 A HIPÓTESE DE EXCLUSÃO DA LSA, ART. 159, § 6º, EQUIVALE À *BUSINESS JUDGMENT RULE*?

4.3.1 Doutrina brasileira

Poucos autores nacionais tratam do tema[357], alguns superficialmente e outros tantos poucos de forma fundamentada. As posições destes serão a seguir examinadas.

Osmar Brina Corrêa Lima afirma que o legislador, através do artigo 159, § 6º, da Lei 6.404/76, transplantou para a legislação societária brasileira a *business judgment rule* do Direito norte-americano. "A norma do § 6º do art. 159 da LSA, na verdade, nada mais é que um transplante, para a legislação do anonimato, de princípios gerais de direito e de teorias elaboradas há séculos pelo gênio dos juristas da *civil law*. Infelizmente, com esse transplante (...), princípios e teorias ficaram escondidos por detrás da norma, correndo o risco de serem incompreendidas e mal interpretados."[358]

Segundo o autor, referida norma traz consigo três princípios.

O primeiro seria o princípio dos poderes implícitos. O administrador possui poderes explícitos para gerir a sociedade, definidos pelo objeto social; este, contudo, não oferece critério preciso para a definição dos poderes dos administradores. "Uma coisa é definir, precisamente, o objeto social. Outra coisa, diferente, é definir os poderes conferidos aos administradores."[359]. Neste sentido, devido à dinâmica e fluidez da atividade empresarial, que implica adotar decisões de forma rápida e prática, vale dizer,

---

[356] COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins, *Op. cit.*, p. 195.

[357] De que se teve conhecimento ao longo do trabalho de pesquisa para essa dissertação: Osmar Brina Corrêa Lima (Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima. Rio de Janeiro: Aide, 1989; Sociedade anônima, 3. ed. rev. e atual., Belo Horizonte: Del Rey, 2005); Eduardo de Sousa Carmo (Relações jurídicas na administração das sociedades anônimas, Rio de Janeiro: Aide, 1988); Luiz Felipe DuarteMartins Costa (Contribuição ao estudo da responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas, (dissertação de mestrado), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013); Rodrigo Ferraz Pimenta da Cunha (Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos, São Paulo: Quartier Latin, 2007); Renato Ventura Ribeiro (Dever de diligência dos administradores de sociedades, São Pauko: Quartier Latin, 2006); Alexandre Couto Silva (Responsabilidade dos Administradores de S/A: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007); Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques (Mercado de capitais: regime jurídico, 2. ed., rev. e atual., Rio de Janeiro: Renovar, 2008); Marcelo Vieira von Adamek (Responsabilidade civil de administradores de S/A e ações correlatas. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2009).

[358] CORRÊA LIMA, Osmar Brina, *Op. cit.*, p. 124.

[359] CORRÊA LIMA, Osmar Brina, *Ibidem*, p. 59.

optar por diferentes alternativas, o objeto social não daria conta de descrever minuciosa, detalhada e casuisticamente todas as situações fáticas a exigir a atuação do administrador[360]. Daí porque lhe ser conferido poderes implícitos "necessários, harmônicos e não conflitantes com os poderes explicitamente enumerados."[361]

O segundo, consequência do primeiro, seria o princípio dos poderes discricionários. Segundo Hely Lopes Meirelles, "Poder Discricionário é o que o Direito concede à Administração, de modo explícito ou implícito, para a prática de atos administrativos com liberdade na escolha de sua conveniência, oportunidade e conteúdo. (...) É a margem de liberdade conferida pela lei ao administrador, a fim de que este cumpra o dever de integrar com sua vontade ou juízo a norma jurídica, diante do caso concreto, segundo critérios subjetivos próprios, a fim de dar satisfação aos objetivos consagrados no sistema legal."[362]. O conceito de poder discricionário do Direito Administrativo encaixa-se perfeitamente no campo de atuação do administrador de companhia aberta: ao adotar uma decisão negocial, a ele é conferido optar por este ou aquele caminho, com liberdade na escolha de sua conveniência, oportunidade e conteúdo – ou seja, com discricionariedade –, com vistas a satisfazer os interesses sociais[363], desde que isso não implique violação de seus deveres fiduciários (*v.g.*, usurpação ou desperdício de oportunidade da companhia). E tal como se dá no Direito Administrativo, ao juiz não seria permitido analisar o mérito – vale dizer, o conteúdo, conveniência e oportunidade – da decisão negocial adotada pelo administrador, mas tão-somente os aspectos formais a ela concernentes[364].

Por fim, como decorrência do reconhecimento dos princípios dos poderes implícitos e dos poderes discricionários, estaria o princípio do erro de boa-fé. Existem infinitas situações em que o administrador, mesmo imbuído de boa-fé, pode optar pela decisão negocial equivocada, causadora de danos à companhia. E como sustenta o comercialista, "Errar é humano. Mas o erro só é justificável quando cometido de boa-fé."[365]. Trata aqui do erro de julgamento, da escolha de uma opção equivocada que traz prejuízos à companhia, não do erro de direito. Só há erro de boa-fé se, ao adotar a decisão prejudicial à companhia, o administrador observou os deveres de diligência, de lealdade e de obediência. Com efeito, o juiz deve, ao examinar a conduta do administrador faltoso, "verificar se houve fiel cumprimento de todos os deveres que a lei atribui ao administrador.

---

[360] TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Op. cit.*, p. 74.
[361] CORRÊA LIMA, Osmar Brina, *Op. cit.*, p. 134.
[362] MEIRELLES, Hely Lopes. Direito administrativo. Forense: São Paulo, 1976, p. 90.
[363] TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Op. cit.*, p. 74.
[364] CORRÊA LIMA, Osmar Brina, *Op. cit.*, p. 135-137.
[365] CORRÊA LIMA, Osmar Brina, *Ibidem*, p. 137.

Em seguida, deverá verificar se este agiu de boa-fé. Só depois poderá eximir o administrador de responsabilidade pelo erro cometido.”[366]

O autor cuja posição ora se examina entende que o inciso I do artigo 158 da Lei 6.404/76 (“responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;”) refere-se ao descumprimento dos deveres de diligência e de lealdade; o inciso II (“com violação da lei ou do estatuto”), ao descumprimento do dever de obediência. E sintetiza as hipóteses de responsabilidade civil do administrador de companhia aberta da seguinte forma: “quando agir *ultra vires* – inc. II – (...), o administrador sempre responde pelos prejuízos causados; quando agir *intra vires*, só responderá pelos prejuízos causados com culpa ou dolo.”[367]

A fim de compatibilizar as hipóteses de responsabilização do administrador por danos causados à companhia (LSA, art. 158) com a de exclusão de responsabilidade (LSA, art. 159, § 6º), Corrêa Lima defende o abandono do conceito de culpa por entender que negligência, a imprudência e a imperícia, apesar de representarem o oposto do dever de diligência, não esgotam as hipóteses de descumprimento dos deveres a que estão submetidos os administradores (o descumprimento do dever de lealdade, por exemplo, não decorrer necessariamente da negligência, imprudência ou imperícia)[368]. Por estas razões, propõe a seguinte leitura para o artigo 158 da lei 6.404/76: “Responde civilmente o administrador pelos prejuízos que causar: I – pelo descumprimento (por ação ou omissão) do dever de obediência (à lei ou ao estatuto social); II – dentro de suas atribuições ou poderes, pelo descumprimento (por ação ou omissão) dos deveres de diligência e lealdade.”[369]. E ao final conclui: “Assim, a questão básica para o julgador, em ações de responsabilidade civil contra o administrador de sociedade por ações não deve, nem pode ser: – agiu com culpa ou dolo?, e, sim, – descumpriu um dever?. E a resposta negativa a essa pergunta é *conditio sine qua non* para a eventual aplicação da *business judgment rule*, consagrada pelo § 6º do art. 158 [*sic.*] da Lei 6.404/76”[370].

Luiz Felipe Duarte Martins Costa é outro defensor da tese de que a hipótese de exclusão de responsabilidade prevista no artigo 159, § 6º, da Lei 6.404/76 trata da *business judgment rule*: “(...) o legislador reconheceu um âmbito autorizado – discricionário, pode-se dizer – para o erro, que deve ser levado em consideração ao tempo da apuração da

---

[366] CORRÊA LIMA, Osmar Brina, *Op. cit.*, p. 137.
[367] CORRÊA LIMA, Osmar Brina, *Ibidem*, p. 105.
[368] CORRÊA LIMA, Osmar Brina, *Ibidem*, p. 108-109.
[369] CORRÊA LIMA, Osmar Brina, *Ibidem*, p. 109.
[370] CORRÊA LIMA, Osmar Brina, *Idem*.

responsabilidade dos administradores. À regra que admite o erro nesse campo discricionário de atuação atribui-se o nome, na prática societária norte-americana, de *business judgment rule*, que equivale à fórmula de isentar o administrador de responsabilidade sempre que atue de boa-fé e no interesse da companhia."[371]

Para o autor, uma interpretação muito rigorosa dos deveres dos administradores, responsabilizando-os pelo mais leve erro, pode trazer o indesejável efeito de que decisões lucrativas, porém, arriscadas para a companhia, não sejam adotadas. Além disso, vale-se da tese de que a reconstrução posterior do contexto fático que envolveu a adoção da decisão negocial prejudicial para a companhia por juízes que não possuem conhecimentos teóricos e práticos de gestão empresarial não seria capaz de apreender todas as variáveis e peculiaridades consideradas ao tempo da tomada da decisão[372].

O elemento *boa-fé* previsto na norma seria a boa-fé objetiva – pois não seria admitido uma pessoa que ocupe cargo de tamanha complexidade e importância como o de administrador de uma companhia aberta alegar desconhecimento da lei ou do estatuto social –, que corresponderia ao dever de diligência, a medida do preparo do administrador na busca de informações suficientes para adotar a decisão empresarial que resultou em prejuízo para a companhia, de modo que reflita sua razoabilidade e adequação diante das circunstâncias do caso concreto[373]. Os parâmetros para avaliar a razoabilidade na obtenção das informações consideradas suficientes a se adotar uma decisão negocial refletida seriam a importância da decisão em si para a companhia, o tempo de que o administrador dispunha para adotá-la, o custa na obtenção de mais informações, a expertise do administrador no assunto, dentre outros[374].

O elemento *interesse da companhia* corresponderia ao dever de lealdade. O administrador deve utilizar os bens e informações da companhia a que tem acesso em razão da posição que ocupa em benefício dela, sobrepondo os interesses desta acima dos de quaisquer acionistas, individualmente considerados ou reunidos em grupo ou classes, assim como de seus próprios interesses ou dos de terceiros. Se assim agir, o terá feito com respeito ao dever de lealdade a que está sujeito e, ainda que a decisão por ele adotada gere prejuízos à companhia, por eles não será chamado a responder[375].

---

[371] COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins, *Op. cit.*, p. 193.
[372] COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins, *Ibidem*, p. 192-193.
[373] COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins, *Ibidem*, p. 194.
[374] COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins, *Idem*.
[375] COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins, *Ibidem*, p. 196.

Nelson Eizirik, embora não sustente textualmente que a hipótese prevista no artigo 159, § 6º, da Lei 6.404/76, equivale à *business judgment rule*, afirma que referida norma corporificou "uma regra, calcada na ideia de boa-fé, como critério de justiça, que permita a exclusão de responsabilidade dos administradores nas hipóteses de erros honestos de julgamento."[376]. De acordo com o autor, a norma tem o objetivo de proteger o administrador contra o insucesso da decisão que adotou, ou por erro de julgamento, se agiu ele de boa-fé e visando atingir os melhores interesses da companhia[377].

Para Eduardo de Sousa Carmo, a Lei 6.404/76 reeditou *business judgment rule*. Mas na sequencia de sua fundamentação, o autor parece contradizer-se: logo após dizer que a norma do § 6º do artigo 159 da lei societária é a reedição da regra norte-americana, afirma não ser ela compatível com a estrutura de responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas, na medida em que a obrigação de indenizar, edificada sobre o ato ilícito, não pode ser excluída pela boa-fé ou pelo mais sincero empenho em atender ao interesse da companhia, para ao final, concluir que o juiz, na aplicação dos parâmetros tradicionais da culpa previstos na legislação societária brasileira, deverá empregar com muita moderação a *business judgment rule*, para que a norma não se transforme num salvo-conduto de administradores irresponsáveis e desonestos[378]. Ou seja, ora diz ser incompatível a aplicação da regra com o sistema de responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas previsto na legislação societária, ora recomenda parcimônia na aplicação desta mesma regra.

Marcelo Vieira Von Adamek é dos poucos autores – senão o único – a afirmar que a norma do artigo 159, § 6º, da Lei 6.404/76, não trata da *business judgment rule*. Sequer seria uma causa de exclusão, e sim causa de justificação na modalidade de perdão judicial[379]. De acordo com Adamek, a aplicação do § 6º ocorre *a posteriori*, ou seja, é realizado o juízo de ilicitude e culpabilidade do administrador no caso concreto, considerado culpado, mas porque inspirado por bons propósitos e visando ao interesse da sociedade, o juiz o isenta do dever de indenizar[380]. De forma diversa se daria com a *business judgment rule*, que exclui a responsabilidade do administrador por não considera-

---

[376] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Op. cit.*, p. 430.

[377] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Ibidem*, p. 428-429.

[378] CARMO, Eduardo de Souza, *Op. cit.*, p. 184-190.

[379] Vide nota 332 supra.

[380] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 287.

lo culpado, desde que tenha agido diligentemente, com boa-fé e visando ao interesse da companhia.

Não obstante, apesar de não equivaler a *business judgment rule* à regra de exclusão de responsabilidade do artigo 159, § 6º, como os demais autores aqui examinados, concorda que a regra tem aplicabilidade no direito societário brasileiro na medida em que se trata de um desdobramento do próprio sistema de responsabilidade civil dos administradores, pois serve de parâmetro ao padrão de conduta a ser por eles observado a afastar a ilicitude do ato causador de danos[381].

Nestas poucas linhas está sistematizado todo o posicionamento da doutrina nacional a respeito do tema. Tentar-se-á aqui nele avançar pouco mais, sem ter a pretensão de esgotá-lo.

4.3.2 Procedimento, elementos e efeitos

A regra do artigo 159, § 6º, da Lei 6.404/76, equivale à *business judgment rule*?

Quanto ao procedimento, certamente não. Conforme aqui já tratado[382], pela regra norte-americana presume-se que os administradores observaram seus deveres de diligência e de lealdade ao adotar uma decisão negocial, ainda que dela tenham decorridos prejuízos à companhia, presunção esta que os protege de por tais prejuízos serem chamados a responder.

A presunção somente é afastada se aqueles que contestam a decisão adotada apresentarem fatos que suscitem dúvidas sobre se os administradores violaram ou não um dever fiduciário; uma espécie de preliminar ao exame do mérito, sendo este a conduta dos administradores propriamente dita. Feita essa análise preliminar, se não prevalecer a dúvida, a ação é arquivada; se constada, a ação é recebida e o mérito é levado a julgamento, oportunidade em que as partes produzirão provas a fim de demonstrar se na adoção da decisão negocial prejudicial à companhia os administradores foram gravemente negligentes, se nela tinham algum interesse material ou se violaram intencionalmente um dever a que estavam sujeitos. Se verificado ao menos um destes elementos, inverte-se o ônus da prova, e aos administradores incumbirá demonstrar que a decisão adotada foi produto de uma negociação justa e reflete um preço justo (teste de justiça).

---

[381] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 131.
[382] Vide Capítulo 3.5 supra.

Não há procedimento equivalente na legislação processual brasileira. As preliminares de mérito presentes no Código de Processo Civil[383] em nada se assemelham ao ônus atribuído a quem contesta a decisão prejudicial à companhia de apresentar fatos que suscitem dúvidas sobre se os administradores violaram ou não um dever fiduciário. Observados os requisitos da petição inicial[384] e da legislação societária[385], a ação será recebida e seu mérito examinado. Não há presunção a ser preliminarmente afastada, tampouco inversão do ônus probatório. Ao autor incumbirá produzir a provas sobre os fatos alegados na inicial e ao administrador-réu contestá-los.

Inclusive, em sentido contrário ao procedimento de aplicação da *business judgment rule* no Direito norte-americano, para valer-se da hipótese de exclusão do § 6º do artigo 159 da Lei 6.404/76 o administrador deverá *convencer* o juiz de que agiu de boa-fé e no interesse da companhia. Ora, se deve convencer o juiz, obviamente não há que se falar em presunção, porque se presunção houvesse em seu favor o ônus do convencimento incumbiria ao autor da ação, não ao administrador-réu.

Com efeito, a diferença procedimental entre as regras é marcante. Uma é diametralmente oposta à outra. Presunção (*business judgment* rule) e convencimento (LSA, art. 159, § 6º) são ideias que aqui não coexistem.

Quanto aos elementos e requisitos de uma e de outra, pode-se dizer que há certa proximidade entre a regra brasileira e a norte-americana. Esta protege o administrador que adotar uma decisão negocial prejudicial à companhia se o fizer de forma desinteressada e independente, com diligência e de boa-fé; aquela exclui a responsabilidade civil do

---

[383] Art. 301. Compete-lhe, porém, antes de discutir o mérito, alegar: I - inexistência ou nulidade da citação; II - incompetência absoluta; III - inépcia da petição inicial; IV - perempção; V - litispendência; VI - coisa julgada; VII - conexão; VIII - incapacidade da parte, defeito de representação ou falta de autorização; IX - convenção de arbitragem; X - carência de ação; XI - falta de caução ou de outra prestação, que a lei exige como preliminar. § 1º Verifica-se a litispendência ou a coisa julgada, quando se reproduz ação anteriormente ajuizada. § 2º Uma ação é idêntica à outra quando tem as mesmas partes, a mesma causa de pedir e o mesmo pedido. § 3º Há litispendência, quando se repete ação, que está em curso; há coisa julgada, quando se repete ação que já foi decidida por sentença, de que não caiba recurso. § 4º Com exceção do compromisso arbitral, o juiz conhecerá de ofício da matéria enumerada neste artigo.

[384] Art. 282. A petição inicial indicará: I - o juiz ou tribunal, a que é dirigida; II - os nomes, prenomes, estado civil, profissão, domicílio e residência do autor e do réu; III - o fato e os fundamentos jurídicos do pedido; IV - o pedido, com as suas especificações; V - o valor da causa; VI - as provas com que o autor pretende demonstrar a verdade dos fatos alegados; VII - o requerimento para a citação do réu.

[385] Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. § 1º A deliberação poderá ser tomada em assembléia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for conseqüência direta de assunto nela incluído, em assembléia-geral extraordinária. § 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembléia. § 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia-geral. § 4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

administrador que causar prejuízos ao patrimônio da companhia se tiver agido de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

Os elementos *desinteresse*, *independência* e *boa-fé* e o elemento *diligência* formam, respectivamente, o núcleo dos deveres de lealdade e de diligência a que estão sujeitos os administradores de companhas abertas no Direito norte-americano. Estes mesmos deveres estão representados nas expressões *boa-fé* (diligência) e *interesse da companhia* (lealdade) contidas no § 6º do artigo 159 da Lei 6.404/76, conforme explicado no Capítulo 4, item 4.2 acima. Noutras palavras, ambas as regras protegem o administrador que adotou uma decisão causadora de prejuízos para a companhia, desde que observados os deveres de diligência e de lealdade a que está sujeito.

Apesar da identidade entre os elementos e requisitos, seus conteúdos variam de uma regra para a outra. Os mais de cem anos de debate jurisprudencial e doutrinário que envolvem a *business judgment rule* nos Estados Unidos lhe conferiram especificidades não encontradas por aqui.

Em primeiro lugar, a regra norte-americana exige que a decisão (de agir ou não agir) tenha como objeto um negócio. Como exemplificado no Capítulo 3, item 3.4.1, a interpretação sobre aplicação de regras do estatuto da companhia dada pelo administrador, ainda que o resultado dessa interpretação cause prejuízos, não se trata de uma decisão negocial, portanto, passa ao largo do âmbito de proteção da *business judgment rule.* A regra brasileira, por sua vez, em momento algum vincula a hipótese de exclusão de responsabilidade à noção de decisão negocial. A lei societária fala que o administrador será pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em virtude de ato irregular de gestão, no que se incluem atos praticados, dentro de suas atribuições, com culpa ou dolo ou com violação da lei ou do estatuto[386]. Ora, se o administrador será responsabilizado pela prática de ato irregular de gestão, por lógica, a hipótese de exclusão da responsabilidade contida no artigo 159, § 6º, da Lei nº 6.404/76, deve incidir sobre o ato de gestão. E tais atos não necessariamente encerram em si uma decisão negocial. Eis a primeira diferença entre as regras.

Da análise aqui feita, pode-se dizer que os elementos *desinteresse e independência* da *business judgment rule* equivalem à expressão *interesse da companhia* presente na regra de exclusão de responsabilidade brasileira. O simples fato de o administrador ter interesse em determinada transação não significa que tal transação

[386] Vide notas de rodapé 310 a 314.

necessariamente seja prejudicial à companhia; deve haver, concretamente, o sacrifício do interesse desta em favor do interesse pessoal daquele ou de terceiros. A percepção do agir do administrador em sentido contrário ao interesse da companhia somente é possível mediante análise dos fatos à luz do caso concreto e de prova do prejuízo. Isso corresponde, na doutrina e jurisprudência norte-americana, à materialidade do interesse e, para o Direito brasileiro, ao conflito de interesses substancial ou material[387]. Ademais, as regras de *disclosure* de ambas, que impõem ao administrador cientificar aos demais membros do conselho a natureza e extensão de seu interesse, servem de igual forma a demonstrar a materialidade de sua independência.

O mesmo não se pode dizer quanto aos elementos diligência e boa-fé.

O elemento diligência da regra norte-americana refere-se ao conceito de negligência grave (*gross negligence*) tratado no Capítulo 3, item 3.4.3 deste trabalho. Ou seja, para que não faça jus à proteção conferida pela regra, o administrador deve agir com "indiferença imprudente ou desrespeito deliberado para com todo o corpo de acionistas ou praticar ações que estejam além dos limites da razão."[388]. A lei brasileira – assim como a doutrina e jurisprudência – não faz tamanha especialização da diligência esperada do administrador; basta que tenha ele empregado o mesmo cuidado e diligência que outro administrador empregaria na condução dos negócios da companhia que restará caracterizada a diligência exigida no § 6º do artigo 159 da Lei 6.404/76. Não remete a um nível especial de diligência – melhor dizendo, de negligência – a afastar a possibilidade de exclusão da responsabilidade do administrador faltoso.

E à caracterização do elemento boa-fé da *business judgment rule* – que nela tem relação com o dever de lealdade – faz-se necessário demonstrar que o administrador não violou intencionalmente um dever a que está sujeito (Capítulo 3, item 3.4.4). A boa-fé a que se refere a regra brasileira, por sua vez, trata da boa-fé objetiva, ou seja, o padrão de conduta esperado do administrador; com efeito, ao contrário da regra norte-americana, tem mais proximidade com o dever de diligência do que com o de lealdade.

Por fim, ambas produzem o mesmo efeito de isentar o administrador da responsabilidade pelos danos causados à companhia decorrentes de uma decisão negocial por ele adotada. Porém, o fazem de forma diversa. Presentes os elementos, a *business judgment rule* produz a presunção de que o administrador não é responsável pelos danos

---

[387] Vide itens 2.4.3 e 3.4.2 supra, no que diz respeito à regra brasileira e à norte-americana, respectivamente.

[388] BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A., *Op. cit.*, p. 76 e 135.

causados à companhia por uma decisão negocial por ele adotada, consequentemente, o mérito da decisão não poderá ser revisado judicialmente. A regra do artigo 159, § 6º, da Lei 6.404/76, por sua vez, verificados os elementos ali descritos, exclui tal responsabilidade. Ou seja, pela regra brasileira, o administrador é considerado culpado pelos danos que causou, mas porque agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia, o juiz exclui o dever de indenizar. Pela regra norte-americana, o juiz sequer considera o administrador culpado; se não foi gravemente negligente, não violou intencionalmente um dever, e seu interesse e independência não são materiais, presume-se que ele agiu como deveria ter agido, não havendo que se falar em dever de indenizar. A primeira afasta a ilicitude do ato[389]; a segunda presume a sua licitude.

Não obstante as semelhanças e diferenças apontadas, ambas servem ao mesmo propósito: promover e preservar a autoridade do conselho de administração na condução dos rumos da companhia sem dele retirar a responsabilidade por seus atos, conforme explicado no Capítulo 3, item 3.3.1 deste trabalho.

4.3.3 A *business judgment rule* na CVM

A ausência de pronunciamentos doutrinários, jurisprudenciais e da própria CVM sobre como averiguar se o dever de diligência foi ou não observado num caso concreto levou o Diretor daquela autarquia, Pedro Oliva Marcilio de Sousa[390], em voto proferido no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/1443, do qual foi relator, a socorrer-se da jurisprudência norte-americana, notadamente da *business judgment rule*, para suprir tal lacuna. Nas palavras do relator:

> A construção jurisprudencial norte-americana para o dever de diligência em nada discrepa do que dispõe o art. 153 da Lei 6.404/76, sendo possível utilizar-se, no Brasil, dos mesmos standards de conduta aplicados nos Estados Unidos. A utilização desses standards poderia fazer com que a aplicação do art. 153 fosse mais efetiva do que é hoje, pois poderíamos passar a observar o processo que levou à tomada da decisão para ver se os cuidados mínimos, que demonstram a diligência do administrador, foram seguidos, não nos limitando a simplesmente negar a possibilidade de re-análise do conteúdo da decisão tomada. (...) Para evitar os efeitos prejudiciais da revisão judicial, o Poder Judiciário americano criou a chamada 'regra da decisão negocial' (business judgment rule), segundo a qual, desde que alguns cuidados sejam observados, o Poder Judiciário não irá rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência.[391]

---

[389] ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Op. cit.*, p. 131-132.

[390] Segundo opinião exposta no PAS em questão, os pronunciamentos a respeito do tema limitam-se a dar o significado, em abstrato, de diligência, de cuidado e de homem ativo e probo.

[391] Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/1443, p. 34-35, disponível em http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2006/rordinario/inqueritos/05_10_RJ2005-1443.asp, acessado em 25/09/2014.

Na ocasião explicou que, para fazer valer os benefícios da regra da decisão negocial, o administrador deve adotar uma decisão informada, refletida e desinteressada. Decisão informada é aquela em que os administradores baseiam-se em informações razoavelmente necessárias para adotá-la; decisão refletida a adotada após a análise das diferentes alternativas ou possíveis consequências ou em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio; e decisão desinteressada a que não resulta em benefício pecuniário direto ou indireto aos administradores[392].

A partir destes critérios, examinou no processo em questão a conduta do acionista controlador e presidente do conselho de administração da Companhia Força e Luz Cataguazes Leopoldina e demais administradores, o primeiro acusado de exercício abusivo do poder de controle (LSA, art. 117, § 1º, c) e desvio de poder (LSA, art. 154), e os demais apenas de desvio de poder (LSA, art. 154), por terem aprovado em assembleia geral extraordinária realizada em dezembro de 2003 certas reformas estatutárias e operações que visavam evitar o direito de voto a ações preferenciais que não receberam os dividendos fixos ou mínimos a que faziam jus (LSA, art. 111, § 1º)[393].

As reformas e operações base da acusação foram as seguintes: redução do capital social, no valor correspondente à soma dos prejuízos acumulados no exercício de 2002 com os apurados no próprio exercício de 2003 até o dia 30/09/2003 (R$ 74.358.515,23), para fins de absorção dos prejuízos acumulados, sem antes compensá-los com a reserva de capital existente (R$ 31.138.000,00); a inclusão no estatuto social de capítulo denominado "disposições transitórias", que conferiu às ações preferenciais classes A e B uma vantagem de pagamento de dividendos cumulativos à conta de reserva de capital, quando o lucro fosse insuficiente, apenas nos exercícios de 2003 e 2004, retornando o status anterior a partir de 01/01/2005; e o pagamento de dividendos intercalares em 29/03/2004[394].

Apesar de fazer referência aos critérios decisão informada e decisão refletida ao explicar seu entendimento sobre a *business judgment rule*, o relator delas não tratou no julgamento. Quando ao critério da decisão desinteressada, o relator considerou haver interesse do acionista controlador-administrador nas referidas reformas/operações na medida em que, caso os preferencialistas adquirissem o direito de voto pela ausência de pagamento de dividendos, sua vontade não necessariamente preponderaria na assembleia, e por isso pagou os dividendos intercalares em 29/03/2001. Havendo tal interesse, o acusado

---

[392] PAS 2005/1443, *Op. cit.*, p. 35.
[393] PAS 2005/1443, *Ibidem*, p. 20.
[394] PAS 2005/1443, *Ibidem*, p. 4-5.

deveria demonstrar a necessidade da deliberação para pagamento dos dividendos intercalares às vésperas da assembleia de acionistas que deliberaria sobre os resultados do exercício anterior, realizada em 30/04/2004, em vez de permitir que essa decisão fosse adotada na assembleia de acionistas já contando com os votos dos preferencialistas, e justificar a não utilização da reserva de capital antes da redução do capital social, que reduziu o valor do dividendo prioritário[395].

O acionista controlador-administrador alegou que a redução do capital social na forma em que foi feita não implicaria gravame à situação jurídico-societária dos preferencialistas. O relator admitiu a validade do argumento sob enfoque estritamente jurídico-societário, mas não em termos financeiros, pois os dividendos prioritários pagos em 2005, que evitariam o direito de voto destes acionistas, foram reduzidos de forma significativa por conta da reforma estatutária implementada no final de 2004. "Em outras palavras, sem a alteração societária, ou os acionistas preferenciais receberiam mais dividendos do que os que receberam em 2004 ou teriam direito de voto. A atuação do indiciado impediu que qualquer dessas duas consequências se realizasse e, portanto, gerou um prejuízo aos acionistas preferenciais."[396]

O acusado tentou defender-se ainda sob as alegações de que atuou no interesse da companhia e dos demais acionistas, porque eventual alteração do poder de controle da companhia – caso adquirido o direito de voto pelos preferencialistas – poderia resultar na cassação da concessão da companhia por parte da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), e pela possibilidade de vencimento antecipado de certas dívidas, o que colocaria a própria viabilidade da companhia em xeque[397].

O relator afastou o primeiro argumento sob o fundamento de que, em razão de acordo de acionistas em vigor, que vinculava ordinaristas e preferencialistas signatários, os quais detinham mais da metade do capital social e cujos direitos não seriam alterados em decorrência de mudança do número de votos detidos por cada acionista, o controle seria mantido inalterado. "Ou seja, se as deliberações societárias não fossem tomadas, o controle seria mantido e acionistas preferenciais não vinculados ao acordo de acionistas teriam direito de voto. A atuação do acionistas controlador impediu que isso ocorresse."[398]

Ademais, o relator considerou o acusado negligente, pois já estava previsto desde 2001, no plano estratégico da companhia para os anos 2002-2004, que não seriam pagos

---

[395] PAS 2005/1443, *Op. cit.*, p. 37-38.
[396] PAS 2005/1443, *Ibidem*, p. 38.
[397] PAS 2005/1443, *Idem.*
[398] PAS 2005/1443, *Idem.*

dividendos em 2003 e 2004. Significa que a possibilidade de concessão do direito de voto aos acionistas preferenciais já era previsível. Se a potencial alteração do poder de controle por conta da inclusão dos votos do preferencialistas poderia implicar a cassação da concessão, e tal possibilidade já era de conhecimento dos administradores, era dever do controlador-administrador e demais administradores tratar dessa situação nas reuniões do conselho. Contudo, durante todo o período de 2002 a 2004 o assunto sequer foi ventilado, sendo trazido à mesa apenas nos últimos meses antes das deliberações para se evitar o direito de voto dos acionistas preferenciais. E concluiu que tal alegação não se tratava nada mais do que "uma desculpa para a conduta da administração, visando alterar os direitos dos acionistas preferenciais". E o mesmo disse quanto ao argumento da possibilidade de antecipação de certas dívidas, com o gravame de que "durante os anos em que a Companhia ficou sem pagar dividendos, diversas negociações com credores foram realizadas e diversas reuniões do conselho de administração trataram desse assunto" e "em nenhuma delas tocou-se nesse assunto e nessa possibilidade [vencimento antecipado de dívida]."[399]

Com efeito, o Colegiado da CVM entendeu que o acionista controlador e presidente do conselho de administração da companhia tinha interesse nas reformas estatutárias e operações aprovadas na assembleia de dezembro 2003, razão pela qual a ele foi imposta pena de multa de R$ 400.000,00, e aos demais administradores apenas a pena de advertência, pois delas não se beneficiaram ou com elas tiveram a intenção de prejudicar outros acionistas[400].

Este caso serviu de paradigma aos que o sucederam no que diz respeito à violação do dever de diligência levados ao exame da CVM e à aplicação da *business judgment rule*, alguns deles a seguir examinados.

No Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/04, que tratou da responsabilidade do diretor de finanças e de mercado de capitais e demais diretores do Banco do Brasil S/A (BB) por conta de prejuízos decorrentes de investimentos realizados pelo BB-Banco de Investimentos S/A (BB-BI, subsidiária integral do Banco do Brasil) em ações preferenciais da Pegasus AG Telecom S/A (Pegasus), a conduta dos acusados foi examinada de acordo com o parâmetros da *business judgment rule* conforme concebida pela CVM, vale dizer, sob os critérios da decisão informada, refletida e desinteressada.

---

[399] PAS 2005/1443, *Op. cit.*, p. 39.
[400] PAS 2005/1443, *Ibidem*, p. 42.

O controle acionário da Pegasus era visado pela Telemar Participações S/A (Telemar). Esta operação poderia beneficiar o BB-BI na medida em que o BB detinha nela, Telemar, participação indireta, razão pela qual fora considerada estratégica ao propósito do BB-BI[401].

O investimento do BB-BI na Pegasus se concretizaria por meio de dois aportes de capital no valor total de R$ 22.027.200,00. O primeiro de R$ 3.627.200,00 tendo com base o capital próprio da Pegasus avaliado em R$ 215 milhões pela empresa de consultoria McKinsey & Co., realizado em duas etapas: a primeira com o aporte do referido valor como adiantamento para futuro aumento de capital; a segunda, com a utilização desse adiantamento para a subscrição de 1.269.818 novas ações preferenciais, ao custo unitário de aproximadamente R$ 2,85. O segundo aporte se deu sobre um valor econômico da Pegasus estimado em R$ 292 milhões, de acordo estudo por ela mesma contratado junto aos bancos de investimentos JP Morgan e USB Warburg, com a subscrição de 1.447.194 ações preferenciais, no valor de R$ R$ 18.400.000,00, correspondente a um custo de aproximadamente R$ 12,71 por ação[402].

A área técnica do BB alertou para os riscos do investimento, que indicava uma perspectiva de longo prazo num segmento que dependia de alta tecnologia e cujo tempo de vida útil se mostrava cada vez menor, e sugeriu a realização da operação de forma indireta, através da Brasilveículos e Brasilcap, as quais detinham cada uma 5% do capital social da Telemar. Não obstante o alerta, os aportes foram levados a cabo entre outubro e dezembro de 2000[403].

Em outubro de 2002 a Telemar, junto da Tele Norte Leste Participações S/A, apresentou proposta de aquisição das ações da Pegasus por valor não superior a R$ 379.804.000,00. Com base nisso, a área técnica do BB apresentou parecer propondo a venda das ações da Pegasus detidas pelo BB-BI pelo valor de R$ 23 milhões, o que foi aprovado pela diretoria do banco.

Com base nestes fatos, a Comissão de Inquérito da CVM acusou o diretor de finanças e de mercado de capitais e demais diretores do BB de negligentes, por violação dos deveres previstos nos artigos 153 e 154 da Lei 6.404/76. E o fez sob a alegação de que "na reunião de diretoria do Banco do Brasil, de 17.10.00, a aprovação do segundo aporte

---

[401] Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/04, p. 4, disponível em http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/05_15_21-04.asp, acessado em 29/09/2014.

[402] PAS 21/04, *Op. cit.*, p. 3-5.

[403] PAS 21/04, *Ibidem*, p. 3.

na Companhia [Pegasus] teria ocorrido, praticamente, com base na breve explanação do diretor Vicente Diniz e nos despachos favoráveis para o investimento em todos os níveis hierárquicos envolvidos. Porém, o Relatório GEPAG/042/2000, que serviu como sumário do investimento, não conteria todas as informações necessárias à tomada da decisão por parte dos demais membros da diretoria do Banco do Brasil, entre elas, os pontos negativos apontados no Relatório Operacional GETEC 20/2000 e a diferença de mais de 444% do valor da ação em comparação ao primeiro aporte (...), o que seria injustificável sob qualquer ótica", o que teria sido causa de um prejuízo de R$ 4.900.000,00 na medida em que "o valor da alienação da participação acionária detida pelo BB-BI na Companhia, em 30.12.02, pelo preço de R$ 23 milhões foi inferior a R$ 27.900.000,00, que seria o valor do investimento (R$ 22.027.000,00) corrigido pela taxa mínima exigida nas premissas de investimento do Banco do Brasil de 12% a.a.". E conclui que, "em última análise, esses investimentos – subordinados à supervisão e poder decisório da diretoria do Banco do Brasil – teriam acarretado prejuízo para os acionistas do Banco do Brasil, uma vez que a consequência direta desse tipo de operação seria a redução dos dividendos destinados ao Banco do Brasil e, indiretamente, o abalo na confiança de seus investidores quanto à qualidade e diligência da administração na condução dos negócios das empresas diretamente subordinadas na estrutura do conglomerado (...)."[404]

O Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, relator também deste processo, iniciou seu voto fazendo referência à *business judgment rule* como parâmetro de julgamento para casos de violação do dever de diligência. "A revisão da diligência de um administrador, quando não há falta do dever de lealdade, é, essencialmente, uma revisão sobre o processo de tomada de decisão. (...) O posicionamento e fundamentos utilizados pela CVM para a apuração da violação do dever de diligência estão em linha com o posicionamento da jurisprudência e da doutrina americana."[405]. E analisou as condutas conforme os critérios entendidos pela CVM como autorizadores da proteção conferida pela *business judgment rule*: decisão desinteressada, decisão informada e decisão refletida.

Quanto ao primeiro, entendeu não haver conflito de interesses por parte dos administradores ou sua intenção de fraudar o BB e seus acionistas ou de beneficiarem terceiros em prejuízo ao banco, tampouco atuação sem boa-fé. Quanto ao segundo, considerou que os acusados adotaram a decisão negocial com base em análises internas da equipe técnica no BB, bem como análises externas de renomadas e tradicionais

[404] PAS 21/04, *Op. cit.*, p. 7-9.
[405] PAS 21/04, *Ibidem*, p. 11-13.

instituições, como os bancos de investimentos JP Morgan e USB Warburg e a empresa de consultoria McKinsey & Co. E a decisão foi refletida porque levada à pauta de diversas reuniões da diretoria, ocasiões em que foram examinados e discutidos os diversos relatórios produzidos interna e externamente sobre a operação. Com amparo nestas considerações, o relator conclui não ter havido qualquer violação ao dever de diligência[406].

Ao longo do voto, há diversas passagens que remetem às justificativas subjacentes à *business judgment rule*. Numa delas, o relator afirma que "não cabe à CVM dizer como o procedimento decisório de uma empresa deve ser feito, pois cada companhia tem uma estrutura e uma configuração distinta e seus administradores e acionistas podem estar sujeitos a diferentes tipos de riscos. Além do mais, é impossível reproduzir *a posteriori* as extadas condições do processo de tomada de decisão, e tendo elas sido tomadas de forma desinteressada e em boa-fé, não podem os administradores serem acusados com base em uma situação ideal de conhecimento total das informações e onde o tempo não é escasso."[407]

Noutra, ao comparar relevância da operação ao patrimônio total do banco, o relator destaca que "não há violação do art. 153 da Lei 6.404/76 pelo simples fato de os administradores do Banco do Brasil não terem utilizado todo o tempo necessário para o conhecimento detalhado dos aportes de capital da Companhia, tendo privilegiado outras decisões mais relevantes."[408]

Por fim, ao tratar do prejuízo de R$ 4.9 milhões decorrente da decisão da diretoria de vender as ações da Telemar detidas pelo BB-BI por valor inferior ao de compra (as ações foram vendidas por R$ 23 milhões, sendo que o valor total do investimento corrigido seria de R$ 27.9 milhões), o relator remete ao fundamento maior da *business judgment rule*, qual seja, a proteção ao erro de boa-fé: "Para a Comissão de Inquérito, o prejuízo decorreria do não alcance do retorno esperado 12% a.a., diferença de R$ 4.900.000. Essa afirmação não está tecnicamente correta, pois houve lucro e não prejuízo. O que não se conseguiu foi o resultado esperado – o que faz parte do risco de qualquer investimento em participação societária. Mesmo que prejuízo houvesse, entretanto, ausente indicação de benefício pessoal ou intenção de beneficiar terceiros, como é o caso deste processo, não se pode responsabilizar os administradores (...)."[409]

---

[406] PAS 21/04, *Op. cit.*, p. 14.
[407] PAS 21/04, *Idem*.
[408] PAS 21/04, *Ibidem*, p. 15.
[409] PAS 21/04, *Idem.*

No Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2008/9574 a CVM examinou e aplicou a *business judgment rule* de uma forma diferente (ou seja, não sob o prisma da decisão desinteressada, informada e refletida, como nos julgados anteriores). Nele discutiu-se a necessidade de emissão pública de ações por parte das empresas Futuretel S/A (controladora do Consórcio Telpart, criado para adquirir participações em companhias de telefonia móvel) e Invitel S/A (controlada pela Opportunity Zain S/A, e que participava indiretamente do Consórcio Solpart, criado para adquirir participações em companhias de telefonia fixa), em vez da emissão através de colocação privada, para fazer frente a pagamentos devidos à União por conta de privatizações de companhias telefônicas, notadamente porque referida emissão pública foi realizada Banco Opportunity, instituição financeira com a qual membros do conselho de administração das companhias emissoras tinham ligação, o qual, obviamente, cobrou comissão pelos serviços prestados, no valor de R$ 5.615.869,78[410].

Com base nestes fatos, os conselheiros de administração da Invitel, Futuretel e Opportunity Zain foram acusados de infração ao artigo 153 da Lei 6.404/76 porque "agiram com quebra de seu dever de diligência nas emissões de ações deliberadas nas reuniões dos conselhos de administração dessas companhias ocorridas em 04.08.98."[411]

A relatora do caso iniciou seu voto pela análise do dever de diligência da lei societária brasileira, que nas palavras dela forma o "núcleo a partir do qual outros padrões de conduta emanam na Lei 6.404/1976: o dever de agir no interesse da companhia (art. 154), o dever de lealdade (art. 155), o dever de não atuar em situações de conflito de interesses (art. 156), e o dever de informar (art. 157)", padrão que seria muito semelhante ao adotado pelo MBCA e utilizados nas cortes de Delaware. Entende que os elementos da *business judgment rule* (*i.e.*, diligência, boa-fé e interesse da companhia) estão todos presentes no deveres insculpidos naqueles artigos da lei brasileira[412]. E justifica:

> A atividade econômica seria seriamente prejudicada se o sistema judiciário e o regular passassem o tempo todo julgando as ações dos administradores *ex-post*. É muito fácil apontar que uma decisão foi errada olhando pelo retrovisor do tempo. Mas a essência do mundo dos negócios é tomar riscos. É aplicar o conjunto de informações e crenças que se apresentam em um determinado momento para decidir sobre fatos que gerarão efeitos sobre o futuro da companhia, futuro sobre o qual ninguém tem o controle. É o mercado quem deve corrigir erros reiterados de julgamento da administração, quando tomados de boa-fé, e no que era percebido pela administração da

[410] Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2008/9574, p. 1-3, disponível em http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2012/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-9574%20Invitel.asp, acessado em 29/09/2014.

[411] PAS 2008/9574, *Op. cit.*, p. 8-9.

[412] PAS 2008/9574, *Ibidem*, p. 12-13.

> companhia como o melhor para esta. Cabe aos participantes do mercado e aos acionistas removerem administradores, reduzirem sua remuneração, e mesmo castigarem o preço das ações de uma companhia por decisões, tomadas de boa-fé e no interesse da companhia, mas que se apresentaram errôneas *ex-post*.
> Se as decisões estivessem sempre sob o escrutínio dos reguladores, os administradores e as companhias tomariam decisões não pensando na companhia, mas em como não serem processados. Evidentemente, a inovação, o empreendedorismo, o crescimento econômico e o emprego seriam negativamente afetados.[413]

Diante dessa proximidade, julgou a conduta dos administradores comparando-a aos padrões do § 8.30 do MBCA, por entender que a "vantagem de usar o MBCA reside na interpretação da *American Bar Association* (ABA, a OAB americana) dos dispositivos lá postos que são compatíveis com aqueles de nossa Lei", que dispõe que cada membro do conselho deve, individualmente, atuar de boa-fé e na crença de que o fez razoavelmente no melhor interesse da companhia e, coletivamente, com o conhecimento e cuidado que uma pessoa em uma posição similar razoavelmente acreditaria ser apropriada em circunstâncias semelhante[414].

Com efeito, o foco, num primeiro plano, estaria no que o administrador "agindo de boa-fé (probo) acredita realmente, e não no que outro diretor em situação semelhante acreditaria"; num segundo, no alcance da expressão "razoavelmente", pela qual seria necessário avaliar "se uma pessoa, em circunstâncias semelhantes, poderia chegar à mesma conclusão" fazendo a ressalva de que "a locução é 'poderia chegar' e não 'chegaria'". E conclui que "atuar no que entende ser razoavelmente o melhor interesse da companhia é a chave para a aplicação desse padrão de conduta dos administradores", o que estaria "totalmente alinhado com o art. 154 da nossa lei" na medida em que "o administrador tem ampla liberdade para ponderar os interesses e as oportunidades de curto prazo *versus* longo prazo, 'como também fazer julgamentos quando os interesses dos vários grupos de acionistas e outros interesses afetando a empresa possam ser divergentes." [415]

Após examinar os termos empregados pelo MBCA, isentou os administradores de qualquer responsabilidade, pois entendeu que a opção pela emissão pública não causou nenhum prejuízo às companhias; pelo contrário, aumentou o leque de possibilidades, como o fato de ter "levado os acionistas originais a subscreverem o aumento de capital para não correrem o risco de outros investidores institucionais subscreverem o aumento de capital público", o que diluiria suas participações originais. "Havia mais de uma possibilidade e a Administração de uma Companhia tem a liberdade para escolher o caminho que melhor

---

[413] PAS 2008/9574, *Op. cit.*, p. 13.
[414] PAS 2008/9574, *Idem*.
[415] PAS 2008/9574, *Idem*.

julgue ser no interesse da companhia. Entendo que diante das notórias querelas envolvendo seus acionistas, os administradores das Companhias tomaram uma decisão que razoavelmente entenderam ser no melhor interesse desta."[416]

A *business judgment rule* também foi utilizada pela CVM na apuração de responsabilidades em caso de incorporação de companhia. Trata-se do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05, em que os acionistas minoritários da Trikem S/A questionaram o processo de incorporação da companhia à Braskem S/A, sua controladora, por conta de desajustes no critério de avaliação que estabeleceu a relação de substituição das ações. No laudo de avaliação, confeccionado pela PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes, teriam sido considerados apenas o estoque e imobilizado, deixando de lado intangíveis como marcas e patentes, além de ter dado tratamento diferenciado a crédito de IPI a que ambas as companhias tinham direito, o que resultou numa avaliação desfavorável à Trikem. Com base nestas alegações, membros dos conselhos de administração e fiscal da Trikem foram acusados de violação dos artigos 153 e 154 da Lei nº 6.404/76 por terem atuado "sem a diligência ali exigida, especialmente tendo em vista os vícios constantes dos laudos de avaliação que fundamentaram o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da companhia, com base no valor de patrimônio líquido das ações da controladora, Braskem S/A, e da controlada, Trikem S/A, (...) e ao não exercerem suas atribuições para os fins e no interesse da Trikem S/A". [417]

Ao avaliar a conduta dos acusados, o relator discorreu sobre o sistema de responsabilidade civil do administrador de companhia, o qual "não é pessoalmente responsável em virtude de ato regular de gestão, conforme disposto em seu art. 158, não respondendo por eventuais prejuízos decorrentes de decisões bem informadas e tomadas de boa-fé", ou seja, "desde que o administrador tenha cumprido com seus deveres legais, contratuais e estatutários, ele não responde pelo eventual insucesso de sua decisão, inclusive porque o insucesso resulta, muitas vezes, de alguma situação de mercado sobre a qual o administrador não tem qualquer controle.". E a isso denominou "Regra da Decisão Negocial", a qual "indica que suas decisões [do administrador] não devem ser questionadas exceto em caso de má fé, erro ou ato ilícito, devendo ser discutido, apenas, se houve descumprimento dos deveres legais e estatutários impostos aos administradores no

---

[416] PAS 2008/9574, *Op. cit.*, p. 14.

[417] Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05, p. 3-14, disponível em http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/12_12_08-05.asp, acessado em 06/10/2014.

processo decisório", entendendo que "eventual revisão posterior de decisão negocial deve restringir-se apenas ao processo que levou até ela, deixando de lado o mérito, a conveniência ou a oportunidade da medida."[418]

Sobre os deveres legais a que estão sujeitos os administradores, destaca o dever de se informar, corolário do dever de diligência, que lhes impõe "a obrigação de reunir o maior número de informações possíveis a respeito da matéria relacionada às decisões que pretendem adotar no sentido de cumprirem seu dever de bem administrar". O dever de se informar não permite aos administradores limitarem-se "a confiar de forma irrestrita nem nos relatórios elaborados internamente e nem nos consultores contratados, cabendo verificar se as informações apresentadas são suficientes, abordando todos os aspectos do problema", o que incluiu "a conferência, a investigação e a supervisão das fontes, sob pena de atuação sem o cuidado e a diligência devidos."[419]. Estabelecidos estes parâmetros, o relator examinou os questionamentos feitos pelos acionistas minoritários da Trikem contra o laudo de avaliação que determinou a relação de troca das ações com sua controladora e incorporadora, Braskem.

Após descrever brevemente o ramo de atividade da Braskem, considerou os bens intangíveis – reunidos no balanço sob a rubrica Marcas, Direitos e Patentes Industriais, que trata de gastos com contratos e registros de marca, nome, invenções próprias, no Brasil, Estados Unidos e Europa, com investimentos anuais superiores a R$ 50 milhões em pesquisa e desenvolvimento – parcela importante no patrimônio da Trikem, e por isso a avaliação não poderia ter se limitado ao seu estoque e imobilizado; tais bens intangíveis também deveriam ser constar do laudo que determinou a relação de substituição das ações[420].

Quanto à questão do IPI, os acusados sustentaram que o crédito a que Braskem fazia jus já havia sido reconhecido pelo Supremo Tribunal Federal (pendia apenas o julgamento de recurso que não impugnava a validade do crédito) e o a que Trikem teria direito ainda estava pendente de decisão judicial final, razão pela qual aquele poderia ser contabilizado no balanço da companhia e incluído no laudo de avaliação e, este, não. O relator afastou tal argumento porque "o fato de o crédito ainda não estar contabilizado não significa que o mesmo deva ser simplesmente ignorado, mas sim que deve ser avaliado diante da possibilidade de sucesso da ação judicial. (...) entendo que, sendo ativos de

[418] PAS 08/05, *Op. cit.*, p. 19.
[419] PAS 08/05, *Idem*.
[420] PAS 08/05, *Ibidem*, p. 17.

mesma natureza, esses créditos de IPI deveriam ter sido considerados na avaliação das duas companhias, cabendo ser estimado o seu valor de mercado em função da expectativa de sua realização."[421]

Porque foram omissos quanto à não inclusão no laudo de avaliação que determinou a relação de troca entre as ações da incorporadora Braskem e da incorporada Trikem dos bens intangíveis que compunham o patrimônio desta e o crédito de IPI a que teria direito, o relator concluiu "caracterizada a não informação adequada dos administradores acerca das informações disponibilizadas e a não investigação diante das patentes omissões", o que configura violação do dever de diligência previsto no artigo 153 da Lei nº 6.404/76, e os condenou no pagamento de pena de multa individual de R$ 100 mil. Por fim, considerou que não houve violação do artigo 154, § 1º, da lei societária porque não restou demonstrado que a operação não seria do interesse da companhia ou mesmo abusiva[422].

No julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/05 ficou patente a postura da autarquia de não adentrar no mérito da decisão negocial quando não há violação do deveres fiduciários a que estão sujeitos os administradores. Nele os acionistas minoritários da MRS Logística S/A – empresa vencedora da licitação para a exploração da malha Sudeste da Rede Ferroviária Federal S/A – pediram a responsabilização de seus administradores por má-gestão tarifária em benefício de clientes que integram seu bloco de controle, recebimento de faturamento extra em condições prejudiciais à companhia e divulgação incompleta do referido faturamento[423].

A má-gestão tarifária decorreria da não incorporação integral do impacto da desvalorização do real frente ao dólar ocorrida em 1999 ao valor da tarifa, resultando numa diferença entre a tarifa cobrada e a real de R$ 184 milhões em 2002, o que levou o conselho de administração da MRS a aprovar o reconhecimento da receita e a emitir naquele ano faturamentos complementares com vencimentos mensais e sucessivos para os anos de 2003, 2004 e 2005 para cada um de seus clientes cativos (acionistas pertencentes ao bloco de controle da MRS que faziam uso da malha rodoferroviária por ela administrada) sem juros ou reajustes. Este modo de proceder, no entendimento dos acionistas minoritários e da Comissão de Inquérito da CVM, violaria o artigo 254 da Lei

---

[421] PAS 08/05, *Op. cit.*, p. 17.
[422] PAS 08/05, *Ibidem*, p. 20.
[423] Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/05, p. 3-4, disponível em www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/IA%2014-05%20MRS%20Logistica.asp, acessado em 07/10/2014.

6.404/76 “por não haver, neste negócio com acionistas da companhia, o estabelecimento de condições estritamente comutativas ou mesmo pagamento compensatório adequado, infringindo a lógica de que os recursos da companhia, independentemente de sua origem, devem ser usados da melhor maneira possível na consecução dos objetivos da empresa.”. Além disso, porque a companhia decidiu não aumentar as tarifas aplicadas aos clientes cativos – que oscilavam entre 48% a 57,4% da tarifa máxima permitida pelo Poder Concedente, enquanto as destinadas aos clientes não-cativos aproximava-se do teto –, os minoritários alegaram que os administradores da MRS não mantiveram o equilíbrio econômico dos serviços prestados[424].

Diante destes fatos, a Comissão de Inquérito entendeu que a MRS deveria ter adotado algumas medidas que, se não contornado, ao menos teriam amenizado os impactos negativos da variação cambial, como o aumento da tarifa dos clientes-cativos até o máximo permitido pelo Poder Concedente; fazer uso da prerrogativa contratual que lhe permitia requisitar aumento da tarifa por determinado período ainda que esta já tivesse alcançado seu teto pré-fixado; e valer-se de outra cláusula que lhe permitia solicitar a revisão das tarifas em caso de alteração justificada das condições de mercado e de custos permanentes que alterassem o equilíbrio contratual do serviço prestado[425]. Com base nestes argumentos, os administradores da MRS foram acusados de “má gestão tarifária, caracterizada por tarifas subavaliadas, em benefício dos clientes cativos-controladores, em inobservância dos artigos 154, caput e § 1º, e 155, caput e inciso II, ambos da Lei nº 6.404/76, ao deixar de adotar medidas que lograssem os fins e no interesse da companhia, bem como ao se omitir no exercício e na proteção dos direitos da companhia.”[426]

A Agência Nacional de Transportes Terrestres – ANTT, chamada a se manifestar sobre o modelo tarifário adotado pela MRS, afirmou não haver qualquer irregularidade na diferença entre a tarifa cobrada dos clientes cativos e dos não-cativos. Além disso, o modelo tarifário fora elaborado com base em estudo específico realizado pela Ernst Young Auditores Independentes, cujos trabalhos foram supervisionados por comitê específico da MRS e submetidos à aprovação de seu conselho de administração. E conforme registrado pelo relator, tendo em vista que o bloco de controle da MRS não era composto apenas por acionistas usuários dos serviços – muitos, inclusive, com interesses contrapostos –, a existência de acordo de acionistas que vedava expressamente qualquer privilégio ou

[424] PAS 14/05, *Op. cit.*, p. 6-7.
[425] PAS 14/05, *Ibidem*, p. 8.
[426] PAS 14/05, *Idem*.

tratamento diferenciado aos acionistas usuários (clientes cativos) e não usuários da malha ferroviária, inclusive no que dizia respeito às tarifas, e o fato de que, pela composição do capital, nenhum acionista usuário dos serviços detinha maioria para sozinho determinar alterações na política tarifária, não haveria como os acionistas clientes cativos manipularem as tarifas de forma a beneficiá-los na medida em que os demais acionistas controladores não usuários dos serviços não aceitariam subsidiá-los. Com base nestas razões, o relator propôs a absolvição dos acusados, acolhida pelo Colegiado[427].

Mas o que realmente importa neste processo é a declaração de voto do Diretor Otávio Yazbek e a conclusão alcançada pela Presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana.

O primeiro entendeu que, apesar de não ter sido dada solução neste sentido pelo relator, o processo tratou de questão sujeita a exame pela *business judgment rule.* "A discricionariedade dos administradores é, frise-se, aquela que se desenvolve livremente, dentro de um espaço que é deliberadamente deixado para estes, observados os demais mecanismos de controle da sociedade e as demais instâncias decisórias. A rigor, parece-me que é isso que se está questionando: o juízo dos administradores acerca de determinadas opções.". Conclui que o modelo tarifário e os critérios adotados para o faturamento complementar tratam-se de "decisão empresarial, motivo pelo qual não creio que se possa validamente atacar ou validar o seu conteúdo e tão pouco daí tirar a consequência pretendida em termos de responsabilização dos administradores."[428]

A segunda, por sua fez, criticou a postura da Comissão de Inquérito, que "entendeu cabível substituir-se na decisão empresarial tomada pelos administradores da MRS, formulando acusação baseada em seu julgamento de que o modelo tarifário deveria ter adotado a tarifa máxima e não a tarifa praticada. (...) como se sabe, a doutrina do *Business judgment rule*, já plenamente adotada por este Colegiado, rejeita essa substituição, impondo o respeito ao mérito da decisão empresarial sempre que não haja demonstração de infração aos deveres legais por parte dos administradores.". E ao final concluiu que "do ponto de vista que cabe aqui avaliar para julgar este processo, entendo que não ficou demonstrado que a decisão tomada pelos administradores pode ser questionada em seu mérito, considerando as características da política tarifária e os critérios adotados para o faturamento complementar."[429]

---

[427] PAS 14/05, *Op. cit.*, p. 15-18.
[428] PAS 14/05, *Ibidem*, p. 20.
[429] PAS 14/05, *Idem*.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Há entre administrador e a companhia que administra e seus acionistas uma relação de fidúcia. Estes confiam àquele a administração de seus interesses patrimoniais.

Pela teoria dos conflitos de agência, administrador e acionistas de companhia estão em permanente e latente conflito de interesses. Em razão da posição privilegiada de que desfruam no acesso a informações relevantes da companhia, surgem situações em que o administrador pode se ver tentado a agir de forma oportunística e desviar para si os benefícios que de seu trabalho deveriam resultar para a companhia e acionistas.

Uma primeira solução a resolver este conflito seria monitorar constantemente as atividades do administrador. Mas os custos daí decorrentes reduziriam significativamente o valor do proveito a ser por ele entregue à companhia. Uma segunda opção seria descrever a atuação do administrador no contrato social da companhia ou mesmo em lei. Contudo, por mais minuciosos, detalhados e casuísticos que fossem, a lei tampouco o contrato social dariam conta de prever com exatidão e amplitude exaustiva todas as situações fáticas a exigirem solução na vida da empresa[430]. Por conta dessa lacuna, tem o administrador relativa discricionariedade na condução dos negócios sociais, o que abre terreno fértil para abusos.

O objeto social e o interesse da companhia pautam essa margem de discricionariedade deferida ao administrador[431]. Além destes elementos valorativos, para que aja de acordo com a posição de confiança a que é alçado pelos acionistas da companhia – e não caia na tentação de colocar seus interesses particulares à frente dos interesses dos acionistas – a Lei nº 6.404/76 positiva nos artigos 153 a 157 normas que dão contorno à atuação do administrador, os chamados deveres fiduciários. As regras previstas naqueles dispositivos da lei podem ser sintetizadas no conteúdo veiculado pelos deveres de diligência e de lealdade. O primeiro define o padrão pelo qual o administrador deve pautar sua atuação, o mesmo cuidado e diligência que outro administrador empregaria em situação semelhante; o segundo define o que o administrador deve buscar realizar na execução de seus deveres estatutários, o interesse da companhia.

Se de um ato regular de gestão resultar prejuízo à companhia ou aos acionistas, por ele o administrador não será responsabilizado porque ausente um dos pressupostos da responsabilidade civil, o ato antijurídico. Mas se praticar ato fora dos limites de suas

---

[430] CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Op. cit.*, p. 134.
[431] TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Op. cit.*, p. 74.

atribuições ou poderes, com culpa ou dolo ou com violação da lei ou do estatuto (ato irregular de gestão), e disso resultar prejuízo à companhia ou aos acionistas, havendo nexo causal entre este (prejuízo) e aquele (ato), o administrador será por ele chamado a responder. Para estes casos, a lei societária, no artigo 159, § 6º, permite ao juiz, mesmo depois de reconhecer que o administrador praticou ato irregular de gestão causador de prejuízos à companhia, excluir sua responsabilidade se convencido de que agiu de boa-fé e visando ao interesse daquela. O questionamento que aqui se coloca, então, é se a hipótese de exclusão de responsabilidade civil do administrador de companhia aberta do artigo 159, § 6º, da Lei 6.40476, equivale à *business judgment rule*. Sem ter a pretensão de dar uma posição definitiva sobre o assunto, este trabalho aponta para uma resposta negativa.

No aspecto processual não há qualquer proximidade entre ambas. A regra brasileira requer que o administrador *convença* o juiz de que agiu de boa-fé e no interesse da companhia – vale dizer, de que observou os deveres de diligência e de lealdade a que está sujeito – para que sua responsabilidade pelos prejuízos que causou seja excluída; a norte-americana *presume* que o administrador observou tais deveres fiduciários, presunção esta que o protege contra eventual responsabilização por prejuízos decorrentes de sua atuação. A diferença aqui é evidente: na primeira o administrador é responsável, porém, *convence* o juiz de que agiu com diligência e lealdade, o que justifica excluí-la; na segunda, a responsabilidade do administrador sequer é perquirida justamente porque *se presume* que agiu com diligência e lealdade.

Ainda no que diz respeito ao aspecto procedimental de aplicação, para que seja afastada a proteção conferida pela regra norte-americana, a parte que contesta a decisão adotada pelo administrador prejudicial à companhia deve preliminarmente trazer fatos que levantem dúvida sobre a violação de um dever fiduciário, que, se constatada, permitirá o exame do mérito da decisão de acordo com os elementos da *business judgment rule*, quais sejam, decisão negocial, negligência grave, materialidade do interesse e violação intencional de um dever. Se verificado ao menos um deles, o ônus da prova de que a decisão, apesar de prejudicial à companhia, decorre de uma negociação justa e reflete um preço justo passa a ser do administrador, não do autor da ação. A regra brasileira, por sua vez, não exige que seja ultrapassada – sequer prevê – preliminar semelhante para o exame do mérito da decisão adotada pelo administrador; presentes os requisitos legais, a ação será recebida e o julgamento sobre a adequação da decisão levado a cabo. Caberá ao autor da ação provar a culpa do administrador, presumida se se tratar de ato com violação da lei ou do estatuto, caso em que o ônus da prova será invertido.

Quantos aos elementos e requisitos de cada uma, há mais diferenças do que afinidades.

A regra norte-americana somente tem incidência sobre uma decisão (de agir ou não agir) cujo conteúdo verse sobre um negócio, ou seja, sobre uma *decisão negocial*; a brasileira não traz qualquer limitação semelhante, levando à conclusão de que incide sobre todo e qualquer ato de gestão do administrador que cause prejuízo à companhia, negocial ou não.

O grau *diligência* esperado do administrador também é distinto numa e noutra: para afastar a proteção conferida pela *business judgment rule* exige-se que o administrador tenha agido com grave negligência, enquanto a hipótese da regra brasileira demanda tão-somente que tenha ele agido com o mesmo cuidado e diligência que outro administrador empregaria na condução dos negócios da companhia para convencer o juiz a excluir sua responsabilidade.

E este padrão de conduta, que conforma a diligência aqui esperada do administrador, é trazido na regra do § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 pelo termo *boa-fé.* Na *business judgment rule* o elemento *boa-fé* nada tem a ver com padrão de conduta, mas com a violação intencionalmente ou não um dever da parte do administrador.

O único ponto de convergência neste aspecto parece ser entre os elementos *desinteresse e independência* da regra norte-americana e a expressão *interesse da companhia* da regra brasileira, na medida em que ambas exigem concretude do interesse conflitante, que se revela, naquela, pela materialidade do interesse, e nesta, pelo conflito substancial ou material de interesses.

Os efeitos alcançados pretendem-se os mesmos, porém, por vias distintas. A hipótese de exclusão de responsabilidade do artigo 159, § 6º, da Lei nº 6.404/76, afasta a ilicitude da decisão adotada pelo administrador; a *business judgment rule* presume a sua licitude. De qualquer forma, numa e noutra o administrador não será chamado a responder pelos prejuízos decorrentes de sua atuação.

Com efeito, em que pese a regra do artigo 159, § 6º, da Lei 6.40476, não equivaler à *business judgment rule*, isso não significa que a racionalidade subjacente à regra norte-americana não esteja presente no sistema de responsabilidade civil dos administradores de companhia aberta da lei societária brasileira. Essa racionalidade surge da conjugação dos artigos 158 e 159, § 6º.

O primeiro diz que o administrador responderá civilmente pelos prejuízos que causar à companhia quando proceder dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou

dolo, ou com violação da lei ou do estatuto, enquanto o segundo permite que o juiz exclua sua responsabilidade por tais prejuízos se provar que agiu com boa-fé e no interesse da companhia. O requisito *boa-fé* do artigo 159, § 6º, exclui o *dolo* referido no artigo 158, I, pois não há como a um só tempo o administrador agir no interesse da companhia e intencionalmente causar-lhe prejuízo. Com efeito, a hipótese de exclusão de responsabilidade incide somente sobre atos culposos em sentido estrito. Ainda, *boa-fé* significa o padrão de conduta esperado do administrador enquanto tal na situação concreta. O requisito *interesse da companhia* prevalece inclusive sobre o objeto social, autorizando o administrador a praticar ato contrário ao estatuto se a ela vantajoso for[432]. E a expressão "dentro de suas atribuições e poderes" diz respeito à vinculação da companhia a terceiros por ato praticado pelo administrador: se dentro de suas atribuições e poderes, o ato obriga a sociedade perante terceiros; se fora, em princípio, não[433].

Diante disso, a leitura conjunta dos artigos 158 e 159, § 6º, da lei 6.404/76, revela a seguinte regra: o juiz excluirá a responsabilidade civil do administrador por prejuízos a que der causa pelo descumprimento de um dever legal ou estatutário decorrente de ato culposo praticado de boa-fé e no interesse da companhia. E a medida da culpa e do interesse da companhia será dada pelo conteúdo dos deveres de diligência e de lealdade a que está sujeito o administrador.

A regra do artigo 159, § 6º, da Lei nº 6.40476, e a *business judgment rule* têm procedimentos, elementos e requisitos diferentes, mas produzem o mesmo efeito: proteção do administrador diligente e leal. Se assim não fosse, toda e qualquer decisão adotada pelo conselho de administração, incluindo as visando aos interesses da companhia, de boa-fé e com a diligência esperada, porém, que por circunstâncias quaisquer, não seja lucrativa ou lhe cause danos, poderá sujeitar os administradores à responsabilização. No julgamento do caso *Citibank*[434], o juiz Chandler, da Corte de Chancelaria de Delaware, bem explicou a importância da regra:

---

[432] Vide nota 347 supra.

[433] Sobre a questão, vide nota 310 supra.

[434] Tradução livre de: "It is understandable that investors, and others, want to find someone to hold responsible for these losses, and it is often difficult to distinguish between a desire to blame someone and a desire to force those responsible to account for their wrongdoing. Our law, fortunately, provides guidance for precisely these situations in the form of doctrines governing the duties owed by officers and directors of Delaware corporations. This law has been refined over hundreds of years, which no doubt included many crises, and we must not let our desire to blame someone for our losses make us lose sight of the purpose of our law. Ultimately, the discretion granted directors and managers allows them to maximize shareholder value in the long term by taking risks without the debilitating fear that they will be held personally liable if the company experiences losses. This doctrine also means, however, that when the company suffers losses, shareholders may not be able to hold the directors personally liable." (*In re Citigroup Inc. Shareholder*

> É compreensível que investidores, e outros, queiram encontrar um culpado por esses prejuízos, e frequentemente é difícil distinguir entre o desejo de responsabilizar alguém e a vontade de forçar os responsáveis a assumirem a culpa por seus erros. Nossa lei, felizmente, fornece orientação justamente para esse tipo de situação, sob a forma de doutrinas que regem os deveres devidos por administradores e diretores de companhias registradas em Delaware. Essa lei tem sido aperfeiçoada ao longo dos anos, pelos quais sem dúvida atravessou muitas crises, e não devemos deixar nosso desejo de culpar alguém por nossos prejuízos nos faça perder de vista o propósito de nossa lei. Em última análise, a discricionariedade conferida aos administradores e diretores lhe permite maximizar os lucros dos acionistas no longo prazo através da assunção de riscos sem o medo debilitante de que sejam pessoalmente responsabilizados se a companhia sofrer perdas. Essa doutrina também significa, no entanto, que quando uma companhia sofre prejuízo, os acionistas podem não ser capazes de responsabilizar pessoalmente os administradores.

Com efeito, a racionalidade subjacente à *business judgment rule* aplicada à hipótese de exclusão de responsabilidade civil do administrador prevista no artigo 159, § 6º, da Lei nº 6.404/76, permite seja balanceada a autoridade conferida aos membros do conselho de administração de conduzir os negócios da companhia com os limites à sua responsabilização por eventuais danos decorrentes de suas decisões.

Uma nota a respeito da jurisprudência da CVM nos casos de responsabilidade civil de administradores de companhia aberta. Apesar de neles fazer referência à *business judgment rule* na avaliação da conduta dos administradores para decidir se os condena pelos danos decorrentes de seus atos ou se exclui sua responsabilidade, a autarquia não utiliza a regra norte-americana conforme lá aplicada.

A proteção conferida pela *business judgment rule* depende do preenchimento de critérios que vão muito além de uma decisão informada, refletida e desinteressada a que foi reduzida pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/1443, que serviu de paradigma aos demais casos. A diligência necessária a caracterizar uma decisão informada, por exemplo, não se limita ao padrão de conduta previsto no artigo 153 da Lei nº 6.404/76; para afastar a incidência da regra a conduta do administrador deve estar marcada por grave negligência. Não obstante, em nenhum deles se aplicou – ou sequer se falou – em conceitos como o de negligência grave ou violação intencional de um dever como forma de violação dos deveres de diligência e de lealdade a que estão sujeitos os administradores. A correta compreensão e aplicação de tais conceitos é imprescindível a que seja conferida a proteção proporcionada pela *business judgment rule* forjada na jurisprudência das cortes de Delaware, berço de desenvolvimento e maturidade da regra.

Derivative Litigation Civil Action no. 3338-CC, p. 58, disponível em http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=118110, acessado em 02/07/2014).

Neste sentido, apesar de expressamente abraçar a racionalidade subjacente à *business judgment rule* para julgar casos de responsabilização ou exclusão de responsabilidade de administradores de companhia aberta, a CVM não a aplica com o mesmo critério de seu país de origem. Parece praticar uma adaptação da regra norte-americana, com o propósito justo e legítimo de buscar aqui os mesmos efeitos por ela lá produzidos. E o faz, reconheça-se, com êxito. Mas mais coerente talvez fosse aplicar a regra já prevista no artigo 159, § 6º, da Lei nº 6.404/76, que conforme aqui defendido produz os mesmos efeitos pretendidos e, ao menos, faria menção a um dispositivo legal específico a fundamentar suas decisões, em vez de remeter a uma doutrina cujos procedimentos, elementos e requisitos não encontram equivalente – não de forma integral – na legislação societária brasileira.

Ao cabo deste trabalho, e para sair do plano teórico, traz-se exemplo citado pelo Prof. Bernard Black em estudo sobre os deveres fiduciários, que bem ilustra concretamente a importância de uma regra tal qual a *business judgment rule*:

> Minha história favorita, quando eu explico a regra da decisão negocial em países em transição, nos quais advogados e reguladores normalmente acreditam que os administradores de companhias devem ser responsabilizados por más decisões, é assim. Imagine uma companhia cuja decisão estratégica inclua, neste ano, o gasto de 10 bilhões de dólares para construir várias novas fábricas, para vender produtos que eles ainda não desenvolveram, para consumidores que eles ainda não têm. A estratégia terá sucesso apenas se o mercado crescer 30% neste ano, e seus engenheiros resolverem múltiplas dificuldades técnicas e transformarem seus planos para novos produtos em novos produtos de verdade que possam ser produzidos em massa e em tempo. Se a companhia tiver sucesso, eles vão fazer o mesmo no ano seguinte, só que em escala maior. Se eles fracassarem, as fábricas vão ficar subutilizadas e os equipamentos nas fábricas ficarão obsoletos em cinco anos. O diretor presidente da companhia foi citado na imprensa financeira, onde ele descreve essa estratégia (parafraseando minimamente) como dirigir um carro a150 quilômetros por hora, em uma estrada montanhosa sinuosa, no escuro, com as luzes desligadas, tentando não bater.
> Essa estratégia é certeza de um acidente, cedo ou tarde. Os administradores apenas não sabem quando. Quando o acidente ocorrer, será que nós queremos um juiz olhando essa estratégia e a explicação do diretor presidente, e responsabilizando os administradores pelos danos? Se formos considerar os administradores responsáveis por negligência, esse parece ser um caso claro para fazer isso. Ou será que nós queremos autorizar os administradores a tomarem riscos selvagens, com a esperança de que alcancem sucesso selvagem? A regra da decisão negocial permite que administradores tomem riscos, mesmo riscos selvagens.
> Tem um detalhe nessa história. A companhia é a Intel, que é uma das mais bem sucedidas companhias do mundo. O diretor presidente que descreveu a sua estratégia de negócios como dirigir em alta velocidade montanha abaixo no escuro é Andrew Grove. Intel, de fato, saiu da estrada no ano passado. Isso era, afinal, apenas uma questão de quando eles iriam errar uma curva, e não se. Mas Intel é, ainda, uma companhia grande e bem sucedida e os investidores de longo prazo estão muito satisfeitos com seus investimentos.
> Eu acredito que juízes não deveriam penalizar administradores que cometam erros honestos. Os ganhos obtidos mediante a revisão posterior de decisões dos administradores quando os seus resultados já são conhecidos são muito pequenos, e os custos de resfriar o 'apetite para tomada de risco' são muito grandes. Por isso, eu apoio a abstenção judicial quando administradores não estão diante de conflito de interesses, junto com uma forte responsabilização quando os administradores

fazem operações consigo próprio – self-dealing transactions. Essa abstenção está refletida na regra da decisão negocial.[435]

[435] Tradução livre de: "My favorite story, when I explain the business judgment rule in transition countries, where lawyers and regulators often believe that directors should be liable for bad decisions, goes like this. Imagine a company whose business strategy includes, this year, spending $10 billion to build several new factories, to sell products they haven't yet developed, to customers they don't yet have. The strategy will succeed only if the market grows by at least 30% this year, and their engineers solve multiple technical difficulties and turn their plans for new products into real products that can be mass produced, on time. If the company succeeds, they will do the same thing next year, only on a larger scale. If they fail, the factories will sit idle, and the equipment in the factories will be obsolete within five years. The chief executive officer of the company has been quoted in the business press, where he describes this strategy (to paraphrase just a bit) as being like driving a car at 150 kilometers per hour, along a winding mountain road, in the dark, with the lights out, trying not to crash. This strategy is guaranteed to crash, sooner or later. The company's managers just don't know when. When the crash comes, do we want a judge to look at this strategy and the CEO's explanation, and hold the directors personally liable for the damage? If we are ever going to hold directors liable for negligence, this seems like a strong case for doing so. Or do we want to allow directors to take wild risks, in the hope of achieving wild success? The business judgment rule lets directors take risks, even wild risks. There is a twist to this story. The company is Intel, which is one of the world's most successful companies. The CEO who described his business strategy as like driving at high speed down a mountain road in the dark is Andrew Grove. Intel in fact ran off the road last year. It was, after all, only a question of when they would miss a turn in the road, not if. But Intel is still a big, successful company, and long-term investors are very happy with their investment. I believe that judges shouldn't penalise directors who make honest mistakes. The gains from second-guessing are too small, and the costs in chilling risk-taking are too great. So I support judicial abstention when insiders don't face a conflict of interest, coupled with strong liability rules when insiders engage in self-dealing transactions. That abstention is reflected in the business judgment rule." (Black, Bernard S. The Core Fiduciary Duties of Outside Directors, Asia Business Law Review, pp. 3-16, July 2001, disponível http://ssrn.com/abstract=270749, acessado em 02/07/2014, p. 16 e 17).

6 BIBLIOGRAFIA

A. HOUAISS; M. DE S. VILLAR; F. M. DE FRANCO. Dicionário Houaiss da língua portuguesa, 1ª ed. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil de administradores de S/A e ações correlatas. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

AMERICAN LAW INSTITUTE. Principles of Corporate Governance: analysis and recommendation, vol. 1, 1992.

AMERICAN BAR ASSOSSIATION. Model Business Corporation Act: Official Text, Revised through 2002, 3ª ed, 2003.

_____. Model Business Corporation Act annotated: Model Business Corporation Act with official comment and reporter's annotations, 4ª ed., 2008.

_____. Corporate Director's Guidebook, 6ª ed., 2012.

_____. Changes in the Model Business Corporation Act - Amendments Pertaining to Electronic Filings/Standards of Conduct and Standards of Liability for Directors Report, 53 Bus. Law 157, 1997-1998.

ARROW, Kenneth J. The limits of organization. W W Norton & Company Incorporated, 1974.

ARSHT, S. Samuel. The Business Judgment Rule Revisited, 8 HoFSTRA L. REV. 93, 1979.

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

BALOTTI, R. Franklin; HANKS JR., James J. Rejudging the Business Judgment Rule, 48 Bus. Law. 1337 1992-1993.

BAINBRIDGE, Stephen M. The Business Judgment Rule Revisited, 57 Vand L. REV. 83, 2004.

_____. Corporate Law: Concept and Insight Series, Foundation Press, 2nd ed. November 4, 2008.

BAKER, Robert. In re Walt Disney: What It Means to the Definition of Good Faith, Exculpatory Clauses, and the Nature of Executive Compensation, 4 Fla. St. U. Bus. Rev. 261 (2005).

BISHOP, Carter G. A Good Faith Revival of Duty of Care Liability in Business Organization Law, 41 Tulsa L. Rev. 479 (2006);

BLACK, Henry Campbell, Black's Law Dictionary, 4th ed., St. Paul: West, 1951.

BLOCK, Dennis; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. The business judgment rule: fiduciary duties of corporate director. 5. ed. New York: Aspen Law & Business, 1998.

BULGARELLI, Waldírio. Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. v. 50/75-105. São Paulo. Abril-Junho. 1983.

CAMPOS BATALHA, Wilson de Souza. Comentários à lei das sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Forense, 1977, v. 2.

CARMO, Eduardo de Souza. Relações jurídicas na administração das sociedades anônimas, Rio de Janeiro: Aide, 1988.

CARVALHAL DA SILVA, Andre; LEAL, Ricardo P.C. Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil (November 2003). Coppead Working Paper Series No. 390.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei das sociedades anônimas, 4. ed., São Paulo: Saraiva, 2002, v. 2 e 3.

CEREZETTI, S. C. N. Administradores independentes e independência dos administradores (regras societárias fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro). In: Marcelo Vieira von Adamek. (Org.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. 1aed.São Paulo: Malheiros, 2010.

CLARK, Robert Charles. Corporate Law, New York, Aspen Law & Business, 1986.

COFFEE, John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. Columbia Law and Economics Working Paper nº 182.

COMPARATO, Fábio Konder. Eleição de diretores em companhia aberta: validade e eficácia de reuniões do conselho de administração de sociedade anônima. *In*: Direito empresarial: estudos e pareceres, São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CORREIA, Luiz Brito. Os administradores de sociedades anônimas, Coimbra: Livraria Almedina, 1993.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas. Rio de janeiro: Aide, 1989.

_____. Sociedade anônima, 3. ed. rev. e atual., Belo Horizonte: Del Rey, 2005)

COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins. Contribuição ao estudo da responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas, (dissertação de mestrado), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos, São Paulo: Quartier Latin, 2007.

DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance, 47 Bus. Law. 461.

_____. VEASEY, E. Norman. The role of the board in derivative litigation: Delaware Law and the current ALI proposals compared, 44 Bus. Law. 503.

DUGGIN, Sarah Helene; GOLDMAN, Stephen M. Restoring Trust in Corporate Directors: The Disney Standard and the "New" Good Faith, 56 Am. U. L. Rev. 211.

EISENBERG, Melvin Aron. The duty of good faith in corporate law. Delaware Journal of Corporate Law, 31/1-75. 2006.

_____. The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law, 62 Fordham L. Rev. 437 (1993).

EIZIRIK, Nelson. “Insider trading” e a responsabilidade de administrador de companhia aberta. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo 50/43.

_____. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico, 2. ed., rev. e atual., Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses nas assembleias de S.A, São Paulo: Malheiros, 1993.

_____. Invalidade das deliberações de assembleia das S.A., São Paulo: Malheiros, 1999.

_____. Conflito de interesse: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 128, out./dez. 2002.

FURLOW, Clark W. Good Faith, fiduciary duties, and the business judgment rule, Utah Law Review, vol. 2009, nº 3.

GALGANO, Franceso. Diritto Civile e Commerciale, 4ª ed., vol. 3, t. 1, Pádua, CEDAM, 2004.

GERVUTZ, Franklin A. Corporation Law. St. Paul/Minn., West Group, 2000, p. 335. No mesmo sentido, BAINBRIDGE, Stephen. Corporations Law and Economics. Nova York, West Group, 2002.

_____. A. The Business Judgment Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion, 67 S. Cal. L. Rev. 287 1993-1994.

GORGA, Érica, Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries, *in* Northwestern Journal of International Law & Business, v. 29, nº 2, 2009.

GRIFFITH, Sean J. Good Faith Business Judgment: A Theory of Rhetoric in Corporate Law Jurisprudence, 55 Duke L.J. 1 (2005).

HINSEY IV, Joseph. Business Judgment and the American Law Institute's Corporate Governance Project: the Rule, the Doctrine, and the Reality. 52 Geo. Wash. L. Rev. 609 1983-1984.

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, vol. 3, nº 4, 1976.

JOHNSON, Lyman. The Modest Business Judgment Rule, 55 Bus. Lawyer. 625 1999-2000.

JOSUÁ, Adriana. Governança corporativa e teoria da agência brasileiras (dissertação de mestrado), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

KERR, Janet E. Developments in Corporate Governance: The Duty of Good Faith and Its Impact on Director Conduct, 13 Geo. Mason L. Rev. 1037 (2006).

KRAAKMAN, Reinier *et al.* The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach. Oxford: Oxford University Press, 2. ed., 2009.

LAGUADO, Carlos; DÍAZ, María. Modern Conception of the Business Judgment Rule: a case study on Delaware Jurisprudence, *Review of International Law*, Pontificia Universidad Javeriana, 2005.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. Harvard Institute of Economic Research Paper nº 1840.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Vícios em assembleia geral ordinária. *In*: Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas, São Paulo: RT, 1989.

MANNE, Henry G. Merges and the Market for Corporate Control, in Journal of Political Economy, nº 73, 1965.

_____. Our Two Corporation System: Law and Economics, *in* Virginia Law Review, 53 (1967).

MANNING, Bayless. The Business Judgment Rule in Overview, 45 Ohio St. L.J. 615 1984.

MARTIN, Fraois Xavier; HARRISON, Jesse Burton. Condensed reports of cases in the Superior Court of the Territory of Orleans and in the Supreme Court of Louisiana, vol. IV. New Orleans: E. Johns & Co., Stationer's Halls, 1840.

MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional, 1ª ed., 2ª tir., São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 2000.

MEIRELLES, Hely Lopes. Direito administrativo. Forense: São Paulo, 1976.

MENEZES CORDEIRO, António. Da boa-fé no direito civil, Coimbra: Almedina, 1984.

_____. Manual de direito das sociedades. Das sociedades em especial. 2 ed. Coimbra: Almedina, 2007, v.1, n. 298.

MORAN, J.P., Business Judgment Rule Or Relic?: Cede v. Technicolor and the Continuing Metamorphosis of Director Duty of Care, 45 Emory L. J. 339, 1996.

NERY JÚNIOR, Nelson. Código civil comentado / Nelson Nery Júnior, Rosa Maria de Andrade Nery. – 6. ed. rev., ampl. e atual. até 28 de março de 2008, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008.

OIOLI, Erik Frederico. A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das sociedades anônimas (tese de doutorado), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

PENTEADO, Arthur Bardawil, Aspectos jurídicos da propriedade acionária as companhias abertas brasileiras (dissertação de mestrado), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

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

RADIN, Stephen A. The Legacy of Smith v. Van Gorkom After 15 Years, disponível em http://www.weil.com/news/pubdetail.aspx?pub=3710.

Reports cases argued and determined in the Supreme Court of Alabama, vol. XI. Tuscaloosa: Printed by M. D. J. Slade, 1847.

RIBEIRO, Renato Ventura. O dever de diligência dos administradores de sociedades. São Paulo, Quartier Latin, 2006.

SALE, Hillary A. Delaware's Good Faith, 89 Cornell L. Rev. 456 (2004).

SALOMÃO FILHO, Calixto, O novo direito societário, 4. ed. rev. e ampl., São Paulo, Malheiros Editores, 2011.

SALOMÃO NETO, Eduardo. O trust e o direito brasileiro, São Paulo, LTr, 1996.

SAMPAIO DE LACERDA, J. C. Comentários à lei das sociedades anônimas, São Paulo: Saraiva, 1978, v. 3.

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

SKEEL, David A. The Accidental Elegance of Aronson v. Lewia, University of Pennsylvania Law School, 2007.

SPINELLI, Luiz Felipe. O conflito de interesses na administração da S/A, São Paulo, Malheiros Editores, 2012.

TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e* Financeiro, São Paulo, v. 42, abr/jun 1981.

_____. Regime jurídico do capital autorizado. São Paulo: Saraiva, 1984.

_____. TEIXEIRA, Egberto Lacerda. Das sociedades anônimas no Direito brasileiro. v. 2. São Paulo: José Bushatsky, 1979.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de. O conselho de administração na sociedade anônima. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

VEASEY, E. Norman. Duty of Loyalty: The Criticality of the Counselor's Role, 45 Bus. Law. 2065 1989-1990.

VENOSA, Silvio de Salvo. Direito civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos, 3ª ed., São Paulo: Atlas, 2003.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, Curso de direito comercial, vol. 3, 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

WALD, Arnold. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflito de interesses, Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, 11/13-30, Ano 4, São Paulo, janeiro-março/2001.

WELCH, Edward P.; TUREZYN, Andrew J.; SAUNDERS, Robert S. Folk on Delaware General Corporation Law: Fundamentals 2011 ed., New York: Aspen Law & Business.

ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos *fiduciary duties* no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores de sociedades anônimas. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. v. 109/136-149. São Paulo. Janeiro-Março. 1998.

7 JULGADOS CONSULTADOS

Comissão de Valores Mobiliários

CVM, Processo nº 21/04, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, v.u., j. 15.05.2007.

CVM, Processo nº 08/05, Rel. Dir. Eli Loria, v.u., j. 12.12.2007.

CVM, Processo nº 14/05, Rel. Dir. Eli Loria, v.u., j. 05.05.2009.

CVM, Processo nº 2005/1443, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, v.u., j. 10.05.2006.

CVM, Processo nº 2008/9574, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, v.u., j. 27.11.2012.

Corte de Apelação de Illinois

Shlensky v. Wrigley 237 N.E.2d 776.

Corte de Apelação de Nova Iorque

Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc., 744 F.2d 255.

Corte de Chancelaria de Delaware

Puma v. Marriott, 283 A2d 693.

Ryan v. Tad's Enterprise, Inc., 709 A.2d 682.

Suprema Corte de Delaware

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805.

Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d.

Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d.

Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Co. 188 A.2d 125.

Guth v. Loft, 5 A.2d 503.

In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation Civil Action no. 3338-CC.

In re Tri-Star Picture, Inc., Litigation, 634 A.2d.

In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693.

In re Walt Disney Co. Derivative Litigation Civil Action No. 15452.

Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717.

Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858.

Stone v. Ritter, 911 A.2d.

Williams v. Geier, 671 A.2d 1368.

Suprema Corte de Minessota

Miller v. Miller, 222 N.W.2d.