LUCAS PETRI BERNARDES

DEVER DE DILIGÊNCIA DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Dra. Juliana Krueger Pela

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

SÃO PAULO

2014

BERNARDES, Lucas Petri. Dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Dissertação (mestrado em direito) – Programa de Pós-graduação em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Orientadora Professora Doutora Juliana Krueger Pela

RESUMO

A atividade exercida pelos administradores de sociedades anônimas envolve a prática de uma série de atos de gestão não previamente ou exaustivamente definidos, estando sujeita, portanto, a uma margem de discricionariedade. Apesar das limitações impostas pela Lei e pelos Estatutos Sociais, ao administrador caberá, cotidianamente, escolher uma alternativa, dentre muitas possíveis, para cada negócio realizado pela companhia. A proposta deste trabalho é estudar a influência da regulação jurídica sobre as escolhas que são tomadas pelos administradores, mais precisamente o chamado dever de diligência, estudando, deste modo, como a escolha de determinados padrões de conduta pela regulação jurídica pode determinar a relação dos administradores com o risco empresarial e afetar a atividade econômica de um país. O estudo é conduzido em grande parte com a utilização da metodologia da análise econômica do direito, tendo em vista as frutíferas contribuições que as ferramentas de microeconomia podem trazer para construção de análises sobre os comportamentos de agentes econômicos.

Palavras-chave – Direito Comercial – Direito Societário – Administradores – Dever de diligência – Padrões de conduta – Risco - Análise Econômica do Direito.

ABSTRACT

The activity rendered by managers ahead of corporations contemplate series of acts not previously or thoroughly defined, being subjected, therefore, to a discretionary margin. Nonetheless all limits imposed by Law and by the company by-laws, a manager, every day, still should choose one alternative amongst many possible, for each company business. The purpose of this work is to study the influence of legal regulation over the choices made by company managers, more precisely about the duty of care, studying, in this sense, how certain behavioral patterns imposed by legal regulation can determine the relationship of company managers with business risks and, hence, affect economic activities in a country. The study is grounded in the methodology proposed by Law & Economics, considering all prolific contributions received by the microeconomic tools for the construction behavioral analysis of economical agents.

Keywords – Business Law – Corporate Law – Managers – Duty of care – Behavioral patterns – Risk – Law & Economics.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 1

2. A ESTRUTURA DO DEVER DE DILIGÊNCIA 16

2.1. Os Paradigmas da Culpa em Abstrato e da Culpa em Concreto 23

2.1.1. Comparação entre os paradigmas fundamentais e discussão sobre sua aplicação aos administradores de sociedades 37

2.1.2. Os paradigmas concreto e abstrato na visão da análise econômica 43

2.2. Direito Estrangeiro 50

2.2.1. Portugal 51

2.2.2. Espanha 57

2.2.3. Itália 60

2.2.4. EUA 65

2.2.5. Reino Unido 101

2.3. Direito Brasileiro 115

3. O CONTEÚDO DO DEVER DE DILIGÊNCIA 128

3.1. Elemento central: Dever de se informar 132

3.2. Vigilância e Intervenção: Os complementos do dever de se informar 152

3.3. Outros potenciais desdrobramentos e os fundamentos de sua exclusão do dever de diligência 180

3.4. O dever de diligência e a Business Judgment Rule 194

4. A RELAÇÃO DO DEVER DE DILIGÊNCIA COM OS REGIMES DE RESPONSABILIDADE CIVIL 209

5. A IMPORTÂNCIA DO OBJETO SOCIAL PARA O DEVER DE DILIGÊNCIA 254

6. SÍNTESE CONCLUSIVA 282

7. BIBLIOGRAFIA 302

7.1. Livros 302

7.2. Teses e Artigos 309

1. INTRODUÇÃO

> "– O acionista, disse-me um amigo que passava, é um substantivo masculino, que exprime 'possuidor de ações' e, por extensão, credor de dividendos. Que a diretoria administre, vá, mas que lhe tome o tempo em prestar-lhe contas, é demais. Preste dividendos; são as contas vivas. Não há banco mau se dá dividendos. Aqui onde me vê, sou também acionista de vários bancos, e faço com eles o que faço com o júri, não vou lá, não me amolo." [1]

Em linhas gerais, compete aos administradores fixar e supervisionar a orientação geral dos negócios da sociedade, bem como a prática dos atos de gestão necessários ao seu funcionamento.

No exercício desta função – administração da sociedade – os sujeitos estão adstritos a alguns limites, os quais podem ser colocados em ordem de amplitude.

---

[1] MACHADO DE ASSIS em crônica publicada 04 de novembro de 1900 com o nome de "o acionista...é...credor de dividendo". Disponível em <http://machado.mec.gov.br/>

O primeiro deles é a Lei, entendida aqui como legislação ou conjunto de regras impostas pelo ordenamento Estatal. Espera-se que o administrador exerça as suas atribuições sempre nos limites impostos pela Lei.

O segundo limite é o estatuto social, que sofre importantes influências legais (normas cogentes do tipo), mas que pode ser modelado pelos sócios, e vai, usualmente, impor regras para atuação dos administradores, a começar pela escolha do objeto social, mas também por meio da fixação das atribuições de cada diretor, de suas alçadas, formas de comunicação e convocação dos sócios, dentre outros.

Assim, dentre destes limites – Lei e estatuto social – os administradores exercerão suas competências, praticando os atos de gestão necessários ao funcionamento da sociedade.

Ocorre que mesmo dentro destes limites ainda existe um grande espaço de discricionariedade, pois por mais abrangente que seja a legislação incidente naquela sociedade, por exemplo, em razão do seu objeto social, como ocorre com as instituições financeiras, ou que o estatuto social seja detalhista, ainda restará uma margem significativa de atuação. Podemos dizer que dentro dos limites da Lei e do estatuto social, possivelmente existirão duas ou mais alternativas para cada ato praticado, que serão escolhidas pelo administrador no exercício de sua atribuição e com base em sua discricionariedade.

Interessante notar, portanto, que um determinado sujeito estará a cargo da administração de um patrimônio pertencente a terceiros e que no exercício de sua função de gerir esse patrimônio ele tomará inúmeras decisões, as quais poderão beneficiar ou prejudicar os detentores deste patrimônio. A questão central, deste modo, é criar um sistema em que o administrador receba os incentivos corretos para o adequado exercício de suas funções.

A relação entre administradores e sócios é usualmente abordada pela análise econômica do direito por meio da chamada *agency threory*, que surge com base nas relações entre mandante (*principal*) e mandatário (*agent*[2]), mas abarca um espectro muito mais amplo de relações, como toda e qualquer relação na qual o retorno de um sujeito dependa da execução ou comportamento de outro[3]-[4], sendo que este outro, o agente, possui uma margem de atuação e poder de decisão em nome do principal.

---

[2] V. *Black's Law Dictionary*

[3] "For readers unfamiliar with the jargon of economists, an 'agency problem'—in the most general sense of the term—arises whenever the welfare of one party, termed the 'principal', depends upon actions taken by another party, termed the 'agent.' The problem lies in motivating the agent to act in the principal's interest rather than simply in the agent's own interest. Viewed in these broad terms, agency problems arise in a broad range of contexts that go well beyond those that would formally be classified as agency relationships by lawyers". HANSMANN, Henry & KRAAKMAN, Reinier H. *Agency Problems and Legal Strategies. In* KRAAKMAN, Reinier H. *et alli. The Anatomy of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach.* Oxford University Press, 2004. p. 21

[4] "We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent." MECKLING, William H. & JENSEN, Michael C. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976. p. 5

Dizer tão somente que o retorno que será recebido pelo principal depende do comportamento do seu agente não expressa, com precisão, o efetivo problema enfrentado. De fato, o problema subjacente é que vai determinar a importância do sistema de incentivos, a saber, o pressuposto de que os indivíduos são naturalmente egoístas e tendem a maximizar os seus benefícios próprios, ainda que em detrimento dos outros, e que na multiplicidade de escolhas enfrentadas pelo agente, sobretudo em uma relação continuada como a administração, os interesses dos agentes poderão não ser os mesmos dos principais.

A *agency theory* serve, portanto, para identificar a questão e apontar soluções, que procuram o alinhamento de interesses entre as partes, bem como formas eficientes de monitoramento, e buscam evitar que os agentes ajam de forma oportunista e em desacordo com os interesses do principal, sobretudo quando possuírem informações melhores – quantidade e qualidade – que estes[5].

---

[5] "If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent. In addition in some situations it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions. However, it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal's viewpoint. In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent's decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal." MECKLING, William H. & JENSEN, Michael C. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976. p. 5

Importante notar, que quanto maior for a discricionariedade permitida ao agente maior será o problema enfrentado pelo principal, o que novamente ressalta a importância da teoria para o estudo dos deveres dos administradores, já que a atividade de administrar é por excelência uma atividade discricionária, exercida dentro dos limites da Lei e dos estatutos sociais e que, conforme será demonstrado, por mais que se tente, se faz impossível descrever ou prever todas as situações.

Aliás, no contexto do direito societário, os administradores estão sempre imiscuídos nas principais relações de agência de uma sociedade: i) entre sócios e administradores contratados; ii) entre controladores e não controladores; iii) entre sociedade e empregados, credores ou consumidores[6].

---

[6] "The first involves the conflict between the firm's owners and its hired managers. Here the owners are the principals and the managers are the agents. The problem lies in assuring that the managers are responsive to the owner's interests rather than simply to the managers' own personal interests. The second agency problem involves the conflict between, on the one hand, owners who possess the majority or controlling interest in the firm and, on the other hand, the minority or noncontrolling owners. Here the noncontrolling owners are the principals and the controlling owners are the agents, and the difficulty lies in assuring that the former are not expropriated by the latter. The third agency problem involves the conflict between the firm itself (including, particularly, its owners) and the other parties with whom the firm contracts, such as creditors, employees, and customers. Here the difficulty lies in assuring that the firm, as agent, does not behave opportunistically toward these various other principals — such as by expropriating creditors, exploiting workers, or misleading consumers." HANSMANN, Henry & KRAAKMAN, Reinier H. *Agency Problems and Legal Strategies. In* KRAAKMAN, Reinier H. *et alli. The Anatomy of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach.* Oxford University Press, 2004. p. 36

A pergunta que pode ser feita é se o Direito é capaz de fornecer elementos para guiar esses comportamentos, tendo sempre em mente que as atribuições dos administradores serão exercidas com discricionariedade e que as decisões tomadas por eles afetarão o patrimônio de terceiros.

A resposta para essa pergunta passa exatamente pelo estudo do chamado dever de diligência, que é o elemento escolhido pelo Direito para balizar a prática de atos por aqueles que agem em nome de terceiros ou que gerem patrimônio ou interesses de terceiros. A correta compreensão do dever de diligência pode trazer maior segurança para todos os envolvidos nas relações em que a sua aplicação é necessária, pois ele deve ser observador tanto previamente – quando o administrador prepara a sua decisão – quanto posteriormente, quando é necessária uma análise da decisão tomada, principalmente para fins de responsabilidade civil do administrador.

Um mundo em que o administrador pode ser responsabilizado por todo e qualquer ato, sem um mínimo de previsibilidade, é tão terrível quanto um em que o administrador não pode ser responsabilizado. A calibração do dever de diligência vai compor o quadro de incentivos dos administradores, com impactos diretos na atividade econômica de um país. Com efeito, conforme abordaremos ao longo do trabalho por meio dos conceitos de nível de precaução e nível de atividade, o dever de diligência vai determinar a relação dos administradores com o risco e, portanto, influenciar nos negócios celebrados pela sociedade.

A questão central da dissertação está, deste modo, no estudo do dever de diligência como elemento fornecido pelo Direito para orientar o exercício da função de administração de uma sociedade, não na prática de atos previstos especificamente pela Lei ou pelo estatuto social, mas quando o administrador age com discricionariedade, escolhendo uma alternativa negocial, dentre as várias possíveis.

Em 2008 surge uma crise financeira mundial, que atinge todos os países do mundo, incluindo o Brasil. Na lista de culpados aparecem complexos instrumentos financeiros, que, segundo seus críticos, ao invés de diminuir e distribuir, acabaram aumentando o risco.

Os defensores destes instrumentos, de outro lado, argumentam que eles quando corretamente utilizados representam distribuição e redução de risco, possibilitando proteção contra variações no futuro (hedge), expansão do crédito e desenvolvimento econômico. A diferença entre remédio e veneno, portanto, estaria na dosagem.

No Brasil, essa questão aparece com os chamados derivativos e com as dificuldades financeiras enfrentadas por grandes companhias para o pagamento das operações realizadas com esses instrumentos. No centro de toda a discussão estão os administradores destas companhias, aos quais cabia a decisão de utilizar ou não esses instrumentos financeiros e em que medida.

Seria possível ao Direito orientar previamente essa decisão? Se sim, qual a maneira mais eficiente? Ocorridos os fatos, seria possível avaliar essa decisão, concluindo pela sua licitude ou ilicitude?

Compete aos administradores a gestão da sociedade anônima, que passa pela fixação e orientação geral dos negócios da companhia e chega à prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular. Essa atividade é consubstanciada em uma série de atos, coordenados para um fim comum, que envolverão em cada situação, em maior ou menor grau, discricionariedade destas pessoas a quem a função é atribuída.

O tema deste trabalho, de maneira sucinta e direta, é a discussão desta discricionariedade, mais precisamente do chamado dever de diligência, que deve funcionar como um orientador do exercício desta atividade. A crise financeira e os seus desdobramentos servirão como pano de fundo para o aprofundamento de algumas questões relacionadas ao dever de diligência, mais precisamente da relação dever de diligência e risco.

Antes de ingressarmos propriamente no tema, cabível a exposição de um plano geral do trabalho que será desenvolvido.

Para compreender o modelo adotado pelo Direito brasileiro faz-se necessário estudar os diversos modelos existentes, tarefa esta que será empreendida em duas fases. Uma por meio da indicação sucinta dos aspectos históricos do dever de diligência, mais precisamente de sua origem no Direito romano, com o destaque dos dois paradigmas existentes para aferição de diligência. Muito longe de ser um exercício de erudição, o resgate histórico será feito para demonstrar que a legislação brasileira utiliza o mesmo instituto, sem muita evolução.

Na sequência, um breve estudo das legislações de diferentes países com o objetivo de fornecer elementos de comparação e crítica. Conforme se irá demonstrar, o direito societário avançou neste tema de formas interessantes em outros países, fornecendo ideias pertinentes para a evolução da nossa legislação, as quais poderiam ser aproveitadas para modernizar um instituto jurídico de raízes tão remotas.

Feito esse estudo inicial, passa-se à análise do Direito brasileiro, com a indicação dos principais dispositivos que regeram o tema do dever de diligência nas sociedades anônimas até se chegar ao atual Art. 153 da Lei 6.404/76. A parte histórica é breve e utilizada somente para destacar o surgimento e a evolução do conceito, principalmente no que tange ao paulatino abandono da teoria do mandato e adoção da teoria organicista. Conforme demonstraremos, apesar das críticas, o contrato de mandato fornecia à relação do administrador com a sociedade e com os sócios um arcabouço jurídico importante para pautar a prática dos atos de gestão.

Após a análise do Art. 153 da Lei 6.404/76, com uma conclusão preliminar acerca do modelo adotado e apontadas as principais críticas, passamos a uma tentativa de especificação mais detalhada do conteúdo propriamente dito do dever de diligência. A realização de um trabalho acadêmico impõe ao seu autor a leitura prévia dos trabalhos anteriormente publicados sobre o tema, servindo este capítulo também como um diálogo com esses os trabalhos de outros autores, sobretudo no que tange às propostas de subdivisão – ou desdobramentos – do dever de diligencia.

O principal tópico desta parte está na análise do dever de diligência como um dever de se informar, ou, em outras palavras, como um dever de procedimentalizar e fundamentar a tomada de decisão que culmina na prática dos atos de gestão. Porém, outras questões também são tratadas, principalmente a relação do dever de diligência com outros institutos jurídicos, como, por exemplo, a chamada *business judgment rule*.

O encerramento da dissertação consistirá na construção de uma síntese conclusiva, na qual se espera expor as principais conclusões de cada parte do trabalho, retomando as principais críticas ao modelo adotado pelo Direito brasileiro com a indicação de possíveis caminhos para evolução do modelo.

6. SÍNTESE CONCLUSIVA

A proposta deste trabalho era compreender a regulamentação jurídica incidente sobre a atividade exercida pelos administradores de sociedades, mais precisamente sobre o uso, por esses sujeitos, da discricionariedade que lhes é conferida pelos cargos que ocupam, buscando entender, portanto, como o Direito poderia moldar o comportamento de pessoas que devem gerir patrimônios de terceiros e que exercem impactos diretos na atividade econômica de um país.

O contexto histórico que nos motivou a estudar o assunto foi a crise financeira mundial de 2008, mais propriamente a utilização de complexos instrumentos financeiros, chamados de derivativos, que resultaram em importantes perdas econômicas no mundo e no Brasil, com ondas de debate nos meios acadêmicos, no Poder Judiciário e na Comissão de Valores Mobiliários.

A referida crise financeira e os derivativos não são os objetos de análise, mas apenas o pano de fundo para a discussão de um dever, para o qual a Lei 6.404/76 designou um artigo (153) bastante simples e sobre o qual muito pouco se debate no Brasil.

As perguntas que foram colocadas no início do trabalho foram as seguintes: seria possível ao Direito orientar previamente a decisão dos administradores? Se sim, qual a maneira mais eficiente? Ocorridos os fatos, seria possível avaliar essa decisão, concluindo pela sua licitude ou ilicitude?

Compete aos administradores a gestão da sociedade anônima, algo que passa pela fixação e orientação geral dos negócios da companhia e chega à prática dos atos de gestão necessários ao seu funcionamento. Essa atividade é consubstanciada em uma série de atos, coordenados para um fim comum, e que envolverão em cada situação, em maior ou menor grau, discricionariedade na escolha das melhores alternativas.

O tema deste trabalho, de maneira sucinta e direta, é a discussão da regulação jurídica desta discricionariedade, mais precisamente pelo chamado dever de diligência, que deve funcionar como um orientador do exercício da administração. Esse tema foi dividido em alguns eixos principais, os quais serão agora retomados de maneira sintética para a construção de uma conclusão sobre o instituto estudado e elaboração de respostas para as perguntas colocadas.

O primeiro eixo de análise do dever de diligência está na discussão sobre o que chamamos aqui de paradigma. Se a função do dever de diligência é orientar a conduta da administração, é necessário estabelecer um padrão de comportamento esperado, o que é feito por meio do paradigma escolhido. A análise da legislação brasileira e de alguns outros países mostrou que a definição deste paradigma gira em torno de dois modelos principais, os quais foram denominados neste trabalho de: i) paradigma abstrato; ii) paradigma concreto.

O paradigma abstrato fornece um padrão de comportamento calcado no que seria a média social, não exatamente uma média aritmética dos comportamentos, mas uma percepção, subjetiva, do que poderia ser esperado de uma pessoa ordinariamente diligente, a qual não seria, portanto, descuidada ou relapsa, mas também não seria extraordinariamente cuidadosa. Esse paradigma abstrato é historicamente conhecido como *bonus paterfamilias*.

O modelo abstrato apresenta algumas variações, usualmente no sentido de especificar o padrão de comportamento para algum ramo de atuação profissional. No caso dos administradores, as legislações de outros países procuraram adotar expressões mais adequadas à atividade, tais como "ordenado e fiel homem de negócios" na Alemanha, o "ordenado empresário e representante leal" na Espanha, o "gestor ordenado" em Portugal e o "bom homem de negócios" na Argentina.

As variações não implicam distanciação do modelo, que continua fundado na fixação, pelo Direito, de um paradigma de atuação abstrato, fundado na média de comportamentos sociais, ainda que especificados para um determinado ramo de atividade profissional.

O modelo concreto, por sua vez, estabelece como padrão de comportamento a conduta pretérita do próprio administrador, sendo possível incluir a conduta do sujeito na gestão de seus próprios negócios, na gestão de outras sociedades, ou até habilidades ou experiência por ele prometidas.

Não se fala, portanto, de um padrão abstrato, obtido segundo a percepção subjetiva do que seria o ordinariamente esperado, mas, sim, de uma avaliação do administrador com base em suas atuações passadas ou considerando a experiência que ele afirmou possuir. Algumas variações podem surgir, mas, novamente, não implicam distanciamento do modelo fundamental.

A legislação brasileira adotou o paradigma abstrato, utilizando a expressão "homem ativo e probo", ou seja, o dever de diligência para as sociedades anônimas no Brasil está calcado no *bonus paterfamilias* ou "homem médio", sem qualquer atualização legal.

Diante desta constatação, tecemos algumas críticas sobre o modelo escolhido, que consideramos inadequado para a realidade econômica que ele visa regular.

Com efeito, defendemos que para as relações voluntárias – aqui incluída a contratação de um administrador – o modelo mais eficiente é o concreto, pois é ele que permite maior liberdade para os agentes privados acertarem o nível de diligência que pretendem para as suas relações. Em outras palavras, aqueles que escolhem – principais – podem selecionar os administradores –agentes – que consideram mais adequados para o empreendimento que será gerido, combinando, por exemplo, níveis de diligência com pacotes de remuneração segundo cada caso.

Esse paradigma é mais sensível à realidade que pretende regular, pois podemos presumir que a escolha de um administrador não é feita com base no que ordinariamente se espera de um "homem ativo e probo", mas com base nas características pessoais do sujeito indicado para ocupar o cargo. Se a escolha é feita com base na atuação pretérita do administrador, a avaliação de sua conduta deve seguir o mesmo parâmetro. A análise econômica do direito fornece outros argumentos em favor do paradigma concreto, os quais estão expostos no capítulo próprio.

A primeira conclusão que podemos tirar, portanto, é no sentido de que o texto do Art. 153 da Lei 6.404/76 deve ser modificado. Em nossa opinião, o texto deve ser alterado para adotar o modelo concreto, fazendo com que o dever de diligência adote como fundamento o comportamento pretérito do administrador ou a sua habilidade propalada.

Não obstante, permanecendo o paradigma abstrato, o texto poderia ao menos sofrer uma atualização para substituição da expressão "homem ativo e probo" por outra mais adequada à atividade profissional que é exercida pelos administradores. Há exemplos desta atualização ao longo do trabalho. A experiência que consideramos mais interessante é a adotada por alguns estados norte-americanos e pelo Reino Unido, a qual tem como núcleo a diligência esperada de um administrador em posição semelhante.

Aliás, a solução adotada pelo Reino Unido é a mais inovadora dos países estudados, pois combina os dois modelos, abstrato e concreto, para criar um sistema no qual o padrão mínimo vem do paradigma abstrato, mas o nível de diligência pode ser aumentado se o administrador apresentar características especiais de habilidade ou experiência, ou seja, o padrão esperado pode ser elevado com base no modelo concreto.

O segundo eixo deste trabalho está na definição do conteúdo do dever de diligência. Em outras palavras, na determinação de "subdeveres", "desdobramentos", "obrigações" ou "medidas" que devem ser esperadas de um administrador com base no dever diligência. A definição deste conteúdo é importante para *densificar* o dever de diligência, determinando com mais clareza o instituto jurídico.

Em nossa opinião, o principal elemento do dever de diligência está na informação, ou seja, no conhecimento, pelo administrador, das atividades exercidas pela companhia, de seu mercado de atuação, na obtenção e utilização de dados para a tomada de decisões, fundamentando seus atos em um processo decisório, que muda de complexidade segundo a importância da deliberação a ser feita por ele. Deste "subdever", aqui denominado de "dever de se informar", decorrem as medidas de fiscalização e intervenção.

Tentativas de sistematização destes "subdeveres" foram feitas por outras pessoas que abordaram o tema, com as quais, pelas razões expostas em capitulo próprio, não concordamos. Assim, em nossa opinião, não decorrem do dever de diligência, por exemplo, obrigações específicas de qualificação, sobretudo quando qualificação é interpretada no sentido de educação formal. O conteúdo do dever de diligência está, portanto, no "dever de se informar".

O terceiro eixo do trabalho passa pela discussão das relações do dever de diligência com outros institutos jurídicos, com destaque para o objeto social, para a *business judgment rule* e para os regimes de responsabilidade civil. Todas essas relações são discutidas para auxiliar na definição do dever de diligência, apontando semelhanças, diferenças e complementaridades, facilitando a compreensão da posição deste instituto jurídico dentro do ordenamento jurídico.

O dever de diligência cuida, conforme dissemos acima, da regulação do espaço de discricionariedade que é dado aos administradores para a gestão da sociedade. O objeto social, na medida em que fixa as atividades econômicas que são exercidas pela sociedade, serve como instituto complementar nessa função de orientação do exercício dos atos de gestão praticados.

Cotidianamente, ao praticarem os atos de gestão, os administradores deverão escolher entre as diversas alternativas possíveis. A preferencia por uma e não por outra pode advir, exatamente, na adequação da medida com relação ao objeto social.

Conforme discutimos ao longo da dissertação, a utilização de instrumentos financeiros para mitigar riscos cambiais decorrentes da exploração de atividades de exportação de *commodities* é uma medida que atende ao dever de diligência dos administradores. Na linguagem adotada por este trabalho, ela pode ser considerada razoável e adequada, independente dos resultados que gerar (positivos ou negativos). Porém, se esses instrumentos são utilizados para especulação, na tentativa de obtenção de receitas financeiras extraordinárias, há um extrapolamento no ato de gestão e consequentemente descumprimento do dever de diligência, na medida em que o administrador passa a envolver a sociedade em riscos desnecessários e não atrelados ao objeto social.

Essas são as conclusões que podem ser extraídas dos casos da Sadia e da Aracruz, por exemplo, quando aplicamos as ideias debatidas neste trabalho. Independentemente da responsabilização dos administradores envolvidos nas operações, o dever de diligência poderia ter sido utilizado para balizar os comportamentos e evitar o envolvimento das sociedades em riscos desnecessários.

A discussão sobre a *business judgment rule* é importante para fixarmos algumas diferenças entre os institutos. Em resumo, ambos lidam com o ato de gestão e possuem como fundamento principal a fundamentação destes atos, ou seja, o exercício da administração de maneira informada. Porém, não são coincidentes e não podem ser confundidos.

O dever de diligência está ligado à substância do ato, ao padrão de comportamento esperado do administrador quando ele exerce suas competências estatutárias. Serve para determinar a relação do administrador com os riscos que são enfrentados pela companhia e dele decorrem "subdeveres", com destaque para fiscalização dos negócios da sociedade. A função do dever de diligência é anterior à existência de qualquer questionamento judicial do ato de gestão.

A *business judgment rule* é uma regra de natureza processual, criada pela jurisprudência norte-americana para limitar os casos em que o Poder Judiciário é instado a: i) substituir ou modificar a decisão tomada pelo administrador; ii) responsabilizar o administrador por eventuais prejuízos da sociedade. A função da *business judgment rule* é, portanto, impedir que pessoas estranhas à companhia e sem legitimação societária decidam sobre seus negócios, substituindo os administradores na atividade de gestão. É uma barreira que pode ser aplicada não somente ao Poder Judiciário, mas também aos órgãos reguladores, permitindo que essa substituição ocorra apenas em casos excepcionais.

Os administradores, com o objetivo de não perder essa proteção, podem adotar certos comportamentos, buscando atender os requisitos estabelecidos pela jurisprudência como bases para aplicação da *business judgment rule*. Contudo, como se pode notar, a função primordial da business judgment rule não é de orientação de comportamento, diferente do que ocorre com o dever de diligência.

Seguindo a análise das interações do dever de diligência com outros institutos, propusemos a discussão sobre os impactos do regime de responsabilidade civil sobre esse dever. Na linguagem jurídica, o dever de diligência implica discussões sobre culpa, ou seja, avaliação da conduta adotada pelo administrador. Da perspectiva econômica, falamos em nível de precaução e em nível de atividade, verificando quais as regras que fornecem os incentivos para a construção de um modelo de comportamento economicamente eficiente, adequado para a atividade que pretende regular.

A depender do regime de responsabilidade civil adotado pelo ordenamento para o administrador, a utilização do dever de diligência pode ganhar força ou, pelo contrário, ser praticamente eliminada.

Com efeito, em um regime de responsabilidade civil subjetiva, a conduta adotada pelo sujeito é importante para determinar a sua responsabilidade. Não bastam o ato e o dano, deve existir culpa ou dolo. E a forma de se apurar essa culpa advém da análise do cumprimento do dever de diligência. Se a conduta do administrador é importante, torna-se viável discutir os níveis de precaução e de atividade que são esperados, buscando construir modelos de atuação condizentes com a dinâmica empresarial. Em um ordenamento com regras mais rígidas de responsabilidade, os administradores tenderão a assumir menos riscos, com impactos diretos na atividade econômica do país. O legislador e o Poder Judiciário devem estar cientes disto.

De outro lado, como se pode inferir da passagem acima, em um regime de responsabilidade objetiva a conduta não mais interessa para fins de responsabilização, bastando a existência do ato e do dano. Em outras palavras, o comportamento do administrador perde destaque e o foco passa a recair na existência ou não de prejuízos para a sociedade. Nesse regime, a relevância do dever de diligência é significativamente reduzida e existem ao menos dois principais pontos negativos: i) o risco é algo natural da atividade empresarial e os resultados negativos não devem ser atribuídos, necessariamente, à conduta do administrador; ii) o risco do administrador é atrelado ao da sociedade, de uma forma que o sujeito somente conseguirá diminuir a chance de responsabilização se aumentar o nível de precaução ou reduzir o nível de atividade da sociedade, com consequências diretas para a economia. O regime da reponsabilidade objetiva não parece fornecer o quadro de incentivos adequados para um comportamento economicamente eficiente dos administradores.

Em resumo, no regime da responsabilidade subjetiva o dever de diligência encontra seu espaço na definição do elemento de culpa necessário à responsabilização dos administradores. Por meio do dever de diligência, o Direito pode regular a relação dos administradores com o risco e determinar, de forma indireta, as formas de atuação e os níveis de atividade das sociedades. No regime da responsabilidade objetiva, como é necessário apenas o dano, o dever de diligência perde relevância e a relação dos administradores com o risco muda completamente de perspectiva.

Diante de todas essas considerações, acreditamos ter elementos suficientes para responder as perguntas colocadas na introdução deste trabalho.

Seria possível ao Direito orientar previamente as decisões tomadas pelos administradores? Se sim, qual a maneira mais eficiente?

A resposta é positiva, pois, conforme demonstramos, é possível a construção de um instituto jurídico capaz de fornecer os incentivos adequados para regulação da atividade econômica. Os administradores, na medida em que substituem os sócios na condução dos negócios realizados pela sociedade, devem ser limitados por regras condizentes com os riscos que serão assumidos, bem como com a dinamicidade da atividade empresarial.

A legislação deve, portanto, trabalhar com os conceitos mais próximos da atividade profissional que pretende orientar e não deve perder de vista que os padrões de comportamento impostos por ela surtirão efeitos diretos na economia do país. É necessário um equilíbrio capaz de coibir abusos, mas que não engesse o desenvolvimento econômico. O risco e os prejuízos são naturais na atividade empresarial e os administradores não devem responder juridicamente pelo insucesso de um empreendimento, salvo se seus comportamentos não foram condizentes com os padrões impostos pela legislação e pelos sócios.

Ocorridos os fatos, seria possível avaliar o ato de gestão, concluindo pela sua licitude ou ilicitude?

A resposta é igualmente positiva. De uma maneira geral, é importante evitar a substituição das decisões tomadas pelos administradores, seja pelos próprios sócios, pelo Poder Judiciário ou por órgãos reguladores, como a Comissão de Valores Mobiliários. Isso quer dizer que invalidação de um ato de gestão deve ser vista como exceção, executada somente quando preenchidos determinados requisitos. Não se deve questionar um ato de gestão, portanto, nos aspectos de oportunidade e conveniência, dada a legitimação dos administradores para escolher discricionariamente entre as diversas alternativas possíveis.

Contudo, se a conduta adotada não cumpriu com o padrão de comportamento esperado, desviando-se dos cuidados exigidos, é possível remover o administrador de sua posição, substituir suas decisões ou até responsabilizá-lo por eventuais prejuízos. O dever de diligência, na medida em que representa um padrão de comportamento esperado, pode servir tanto para orientação de condutas no presente e no futuro, quanto para avaliação das passadas.

É, portanto, uma moldura ou uma régua, que pode ser utilizada para enquadrar ou medir os atos de gestão adotados pelos administradores, determinando se esses atos foram regulares ou irregulares. Independentemente da responsabilização dos administradores, o dever de diligência tem a função de orientar comportamentos e determinar as relações destes sujeitos com o risco da atividade empresarial. Desvios podem ocorrer mesmo com a existência de resultados positivos, ou seja, sem a presença de danos que fundamentassem uma ação de responsabilidade civil. De outro lado, o comportamento pode ser condizente com o dever de diligência mesmo diante da existência de prejuízos. Assim, é importante deixar claro que o dever de diligência serve para orientar e avaliar comportamentos, não necessariamente resultados.

****

7. BIBLIOGRAFIA

7.1. LIVROS

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governação das Sociedades Comerciais*. Almedina, Coimbra, 2006.

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações previstas na lei nº 6.404/76 para efetivá-la*. Dissertação de mestrado defendida em 2006 sob a orientação do Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. Posteriormente publicada pela editora Saraiva em 2009.

ALMEIDA, António Pereira. *Estrutura organizatória das Sociedades. In Problemas do Direito das Sociedades*. Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho. Almedina, Coimbra, 2002 (reimpressão 2003).

ARAGÃO, Paulo Cezar. *A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das sociedades por ações. In* Lobo, Jorge (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da lei 10.303, de 31.10.2001*. Forense, Rio de Janeiro, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e valor*. 3ª edição, Atlas, São Paulo, 2008.

ASQUINI, Alberto. *I Battelli Del Reno. In Scritti giuridici*, III, PADOVA, 1936.

BERLE, Adolf A. & MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. Coleção "Os Economistas", 3ª edição, Nova Cultural, São Paulo, 1988.

BORGES, João Eunápio. *Curso de Direito Comercial Terreste*. Vol. II. 1ª edição. Forense, Rio de Janeiro, 1959.

BRAITHWAITE, John & DRAHOS, Peter. *Global Business Regulation*. Cambridge Uniservity Press, Crambridge, 2000.

BULGARELLI, Waldírio. *Manual das sociedades anônimas*. 8ª edição. Atlas, São Paulo, 1996.

_____. *Responsabilidade dos Administradores das Companhias. in* CAHALI, Yussef Said (coord.). *Responsabilidade Civil: doutrina e jurisprudência*. 2ª edição. Saraiva, São Paulo, 1988.

CÂMARA, Paulo *et alli*. *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*. Almedina, Coimbra, 2008.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5ª edição, Saraiva, São Paulo, 2007.

_____. *Comentários ao Código Civil - Vol. 13*. 2ª edição. Saraiva, São Paulo, 2005.

_____. *A Nova Lei das S/A*. 1ª edição, Saraiva, São Paulo, 2002.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 4ª edição. Malheiros, São Paulo, 2003.

COASE, Ronald H. *The Firm, the Market, and the Law*. University Of Chicago Press, Chicago, 1990.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. Vol. 2. Saraiva, São Paulo, 2000.

_____. *A responsabilidade civil dos administradores de instituições financeiras. In* MOSQUERA, Roberto Quiroga. (Coord) *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. Dialética, São Paulo, 1999.

COMPARATO, Fábio Konder & SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 4ª edição. Forense, Rio de Janeiro, 2005.

_____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. Saraiva, São Paulo, 1995.

COOTER, Robert & ULEN, Thomas. Law & Economics. 5ª edicao, Pearson Education, Boston, 2008.

COX, James D. & HAZEN, Thomas Lee. *Corporations*. 2ª edição. Aspen Publishers, Nova Iorque, 2003.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas*. Aide, Rio de Janeiro, 1989.

CORREIA, Luís Baltazar Brito da Silva. *Os Administradores de Sociedades Anónimas*. Almedina, Coimbra, 1993.

CUNHA, Tânia Meirelles da. *Da Responsabilidade Civil dos Gestores de Sociedades Perante os Credores Sociais. A culpa nas responsabilidades civil e tributária*. 2ª edição. Almedina, Coimbra, 2009.

EIZIRIK, Nelson *et alli*. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. Renovar, Rio de Janeiro, 2008.

_____. *A Nova Lei das S/A*. 1ª edição. Saraiva, São Paulo, 2002.

EASTERBROOK, Frank H. & FISCHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, Cambridge, 1996.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembléias de S.A.* Malheiros, São Paulo, 1993.

_____. (Coord.) *Direito Societário Contemporâneo I*. Quartier Latin, São Paulo, 2009.

_____. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa.* Malheiros, São Paulo, 2009.

HICKS, Andrew & GOO, S. H. *Cases and materials on company law.* 6ª edição. Oxford University Press, Londres, 2008.

HULL, John C. *Fundamentos dos Mercados Futuros e de Opções.* 4ª edição. Bolsa de Mercadorias & Futuros, São Paulo, 2009.

KLEIN, William A. & COFFEE JR., John C. *Business Organization and Finance: legal and economic principles.* 10ª edição. Foundation Press, Nova Iorque, 2007.

KRAAKMAN, Reinier *et alli. The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach.* Oxford University Press, Oxford, 2004.

LAZZARESCHI Neto, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada.* 1ª edição. Saraiva, São Paulo, 2008.

LIMA, Alvino. *Culpa e Risco.* 2ª tiragem. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 1963.

LUCENA, Jose Waldecy. *Das Sociedades Anônimas: comentários à lei.* Vol. I. Renovar, Rio de Janeiro, 2009.

_____. *Das Sociedades Anônimas: comentários à lei.* Vol. II. Renovar, Rio de Janeiro, 2009.

_____. *Das Sociedades Limitadas.* 6ª edição, Renovar, Rio de Janeiro, 2005.

MANKIW, Nicholas Gregory. *Introdução à economia: princípios de micro e macroeconomia.* Tradução da 2ª edição americana. 4ª Tiragem. Campus, Rio de Janeiro, 2001.

_____. *Principles of Economics.* 5ª edição. Cengage Learning, Mason, 2008

MARTINS, Alexandre Soveral. *Capacidade e representação das sociedades comerciais. In Problemas do Direito das Sociedades.* Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho. Almedina, Coimbra, 2002 (reimpressão 2003).

MATHIAS, John H. *et alli. Directors and Officers Liability: Prevention, Insurance, and Indemnification.* Law Journal Press, 2000.

MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha E. *Direito Europeu das Sociedades.* Almedina, Coimbra, 2005.

_____. *Manual de Direito das Sociedades.* Vol. I. 2ª edição. Almedina, Coimbra, 2007.

_____. *Manual de Direito das Sociedades.* Vol. II. 2ª edição. Almedina, Coimbra, 2007.

_____. *Da Boa Fé no Direito Civil.* Almedina, Coimbra, 1997.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial Brazileiro.* Vol. IV, L. II. Rio de Janeiro, 1915.

MORSE, Geoffrey. *Palmer's Company Law: Annotated Guide to the Companies Act 2006.* Sweet & Maxwell, Londres, 2007.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades.* Juarez de Oliveira, São Paulo, 2002.

OSÓRIO, José Diogo Horta. *Da Tomada do Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português.* Almedina, 2001.

PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas.* Renovar, Rio de Janeiro, 2005.

PASSOS, Carlos Roberto Martins & NOGAMI, Otto. *Princípios de economia.* 5ª edição. Thomson Learning, São Paulo, 2006.

RAMOS, Maria Elisabete Gomes. *Responsabilidade civil dos administradores e directores de sociedades na anónimas perante os credores sociais.* Stvdia ivridica, Boletim da Universidade de Coimbra. Vol. 67. Coimbra Editora, 2002.

_____. *Responsabilidade dos membros da Administração. In Problemas do Direito das Sociedades.* Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho. Almedina, Coimbra, 2002 (reimpressão 2003).

REITER, Barry J. & PRIEST, Margot. *Directors' Duties in Canada.* 3ª edicão. CCH Canadian Limited, Canadá, 2006.

RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades.* Quartier Latin, São Paulo, 2006.

RODRIGUES, Silvio. *Direito Civil.* Vol. 4 – Responsabilidade Civil. 20ª edição. Saraiva, São Paulo, 2007.

RODRIGUES, Vasco. *Análise Económica do Direito.* Almedina, Coimbra, 2007

ROPPO, Vincezo. *O Contrato.* Almedina, Coimbra, 2009.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário. Malheiros, São Paulo, 1998.*

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário.* Atlas, São Paulo, 2005.

SEALY, Len & WORTHINGTON, Sarah. *Cases and Materials in Company Law.* 8ª edição. Oxford University Press, Londres, 2007.

SHEIKH, Saleem. *A Guide to the Companies Act.* Taylor & Francis, Oxford, 2008.

SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A - Business judgment rule.* Elsevier – Campus, São Paulo, 2007.

SILVA NETO, Lauro de Araújo da. *Derivativos: Definições, emprego e risco.* 4ª edição. Atlas, São Paulo, 2006.

SZTAJN, Rachel. *Atipicidade de sociedades no direito brasileiro.* Tese para o concurso de livre docência do departamento de direito comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1987.

_____. *Futuros e Swaps: uma visão jurídica.* Cultural Paulista, São Paulo, 1999.

_____. *Teoria Jurídica da Empresa.* Atlas, São Paulo, 2004.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada.* 2 edição. Quartier Latin, São Paulo, 2006.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas.* Atlas, São Paulo, 1997.

_____. *Modificações introduzidas na lei das sociedades por ações, quanto à disciplina da administração das companhias. In* LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas.* 2ª edição. Forense, Rio de Janeiro, 2002. pp. 423-452

TORRES, Carlos Maria Pinheiro. *O Direito à Informação nas Sociedades Comerciais.* Almedina, Coimbra, 1998.

TRIGO, Maria da Graça. *Acordos Parassociais. In Problemas do Direito das Sociedades.* Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho. Almedina, Coimbra, 2002 (reimpressão 2003).

_____. *A Responsabilidade Civil Especial nas Instituições Financeiras Insolventes. In* SADDI, Jairo (Coord). *Intervenção e Liquidação Extrajudicial no Sistema Financeiro Nacional.* Texto Novo, São Paulo, 1999.

VARELA, João de Matos Antunes. Das obrigações em geral. Vol. I. 10ª edição (7ª reimpressão da edição de 2000). Almedina, Coimbra, 2010.

_____. Das obrigações em geral. Vol. II. 7ª edição (4ª reimpressão da edição de 1997). Almedina, Coimbra, 2010.

VIVANTE, Cesare. Instituições de Direito Comercial. 3ª edição. Tradução de J. Alves de Sá sobre a décima edição do original. Livraria C. Teixeira e Cia., São Paulo, 1928.

WAISBERG, Ivo. *Responsabilidade civil dos administrados de Bancos Comerciais.* Revista dos Tribunais, São Paulo, 2002.

WALD, Arnoldo. *Comentários ao Novo Código Civil - Vol. XIV - Livro II - Do Direito de Empresa.* 2ª edição, Forense, São Paulo, 2005.

WARDE JR., Walfrido Jorge. (Coord.) *Fusão, Cisão, Incorporação e temas correlatos.* Quartier Latin, São Paulo, 2009.

WILLIAMSON, Oliver E. The economic institutions of capitalism. The free press, Nova Iorque, 1985.

7.2. TESES E ARTIGOS

AFONSO, Daniela Gomes. *Acordos de acionistas que vinculam membros do conselho de administração: considerações sobre sua validade e eficácia e sobre a responsabilidade dos administradores e dos acionistas signatários.* Dissertação de mestrado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

ASQUINI, Alberto. *Perfis da Empresa.* Trad. De Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.* N. 104. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 1996.

_____. *Conflitto d'interessi tra il socio e la società nelle deliberazioni di assemblee di società per azioni.* Rivista di diritto commerciale, Vllardi, Milano, 1919.

BULGARELLI, Waldírio. *A responsabilidade dos administradores das sociedades por ações.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 39. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 1979.

_____. *A regulação jurídica do acordo de acionistas no Brasil.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 40. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 1980.

_____. *Acordo de acionistas de companhia aberta. Extensão do voto vinculado aos membros do Conselho de Administração para assegurar a uniformidade na execução da política empresarial traçada pelo grupo de controle.* Questões Atuais de Direito Empresarial. Malheiros, São Paulo, 1995.

_____. *Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 50, Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 1980.

_____. *Validade de disposições de acordo de acionistas de votarem em bloco, assegurando a política gerencial única e necessária.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 123.

CARVALHOSA, Modesto. *Responsabilidade Civil dos Administradores das Companhias Abertas.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N. 49, Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 1980.

COASE, Ronald. H. *The Problem of Social Cost.* Journal of Law and Economics. Vol. 3. University of Chicago Press. 1960.

COELHO, Fábio Ulhoa. *A natureza subjetiva da responsabilidade civil dos administradores de companhia.* Revista de Direito de Empresa. Vol. 1. Max Limonad, São Paulo, 1996.

COELHO, Wilson do Egito. *Da responsabilidade dos administradores das sociedades por ações em face da nova lei e da lei 6.024/74.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 40

COMPARATO, Fábio Konder. *Validade e eficácia de acordo de acionistas. Execução específica de suas estipulações. In* Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial. Forense, Rio de Janeiro, 1981.

_____. *Acordo de acionistas e interpretação do art. 118 da lei das S/A. In* Revista dos Tribunais. N°. 527, São Paulo, 1979.

EASTERBROOK, Frank H. *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*. The American Economic Review, Vol. 74, No. 4, 1984.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Vinculação da sociedade: notas críticas ao artigo 1.015 do Código Civil. In* Revista do Advogado da AASP. N°. 96

FRANCO, Vera Helena de Mello. *O triste fim das sociedades limitadas no novo Código Civil*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N° 123.

FRONTINI, Paulo Salvador. *Pessoas Jurídicas no Código Civil de 2002. Elenco, remissão histórica, disposições gerais*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 137.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 42. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 1981.

_____. *Execução específica do acordo de acionistas*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 41. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 1981.

HANSMANN, Henry & KRAAKMAN, Reinier H. *Agency Problems and Legal Strategies. In* Kraakman, Reinier H. *et alli. The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach*. Oxford University Press, 2004

JENSEN, Michael C. *Self Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory*. Journal of Applied Corporate Finance, 1994.

_____. *Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.* American Economic Review, Vol. 76, No. 2, 1986.

JENSEN, Michael C. & Murphy, Kevin J. *CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How.* Harvard Business Review. Nº. 3. 1990.

LAMY FILHO, Alfredo. *A Reforma da Lei de Sociedades Anônimas.* Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico. Nº. 7.

_____. *Considerações sobre a elaboração da lei de S.A. e de sua necessária atualização.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Nº. 104.

LOUVET, Pascal & Taramasco, Ollivier. *Stock-Based Pay: An Incentive for Performance or a Compensation for Competence? How to Compensate a Manager When He is Competent?* Disponível em http://ssrn.com/abstract=1028250

LUCCA, Newton de. *A Responsabilidade Civil dos Administradores das Instituições Financeiras.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Vol. 67.

MECKLING, William H. & JENSEN, Michael C. *The Nature of Man.* Journal of Applied Corporate Finance, 1994.

_____. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.* Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976.

MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha E. *Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa.* Revista da Ordem dos Advogados nº. 54, Lisboa, 1994.

POSNER, Eric A. *Agency Models in Law and Economics.* John M. Olin Law and Economics Working Paper No. 92. University of Chicago Law School. 2000.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *A fattispecie empresário no Código Civil de 2002. In* Revista do Advogado da AASP. Nº. 96

SIMONI, Liane Maria. *O regime jurídico da responsabilidade dos administradores de instituições financeiras*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 44.

SIQUEIRA, Francisco José de. *Da responsabilidade dos administradores de instituições financeiras.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 68.

SZTAJN, Rachel. *Associações e sociedades*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 128.

_____. *Codificação, decodificação, recodificação: a empresa no Código Civil brasileiro In* Revista do Advogado da AASP. N°. 96

_____. *Law and Economics*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 44.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *As sociedades limitadas face ao regime do anonimato no Brasil.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 19.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Liquidação Extrajudicial de Instituições Financeiras: Alguns Aspectos Polêmicos*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 60.

TOSETTI, Gian Maria. *Da intervenção nas instituições financeiras sob a égide da Lei 6.024/74.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 41.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Responsabilidade Civil Especial nas Instituições Financeiras e nos Consórcios em Liquidação Extrajudicial.* Revista dos Tribunais, São Paulo, 1993.

_____. *A Reformulação da lei 6.024, de 13.3.74.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 41. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 1981.

WALD, Arnoldo. *A Culpa e o Risco como Fundamentos da Responsabilidade Pessoal do Diretor do Banco*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N°. 24. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 1978.